

série *GVlaw*

Maria Lúcia L. M. Padua Lima  
Coordenadora

**AGENDA  
CONTEMPORÂNEA**

**2**

TOMO

**DIREITO E  
ECONOMIA**


30 ANOS  
DE BRASIL

Alkimar R. Moura  
Ana Lúcia Pinto da Silva  
Ary Oswaldo Mattos Filho  
Carlos Eduardo Carvalho  
Carolina Cutrupi Ferreira  
Cinara Palhares  
Claudio Michelin  
Flavia Portella Püschel  
Luciana Luk-Tai Yeung

Maira Rocha Machado  
Mario Engler Pinto Junior  
Mario Gomes Schapiro  
Marta Rodriguez de A. Machado  
Otavio Yazbek  
Vera Lúcia Viegas-Liquidato  
Viviane Muller Prado  
Wanderley Fernandes

2012

 **Editora  
Saraiva**

 **FUNDAÇÃO  
GETÚLIO VARGAS**

» » » » » » » »  
» » » » » » » »  
» » » » » » » »  
» » » » » » » »

**DIREITOGV**  
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

**PARTE V**  
**MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL**

**1 TENTATIVAS DE DESENVOLVIMENTO DO MERCADO  
ACIONÁRIO BRASILEIRO DESDE 1964**

*Ary Osvaldo Mattos Filho*

*Professor da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – Direito GV; diretor da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – Direito GV de 2000 a 2011; mestre em Direito pela Harvard Law School; mestre em direito comercial pela Universidade de São Paulo – USP; doutor em direito tributário pela Universidade de São Paulo – USP; sócio-fundador do Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados; juiz do Tribunal de Impostos e Taxas; presidente da Comissão de Valores Mobiliários de 1990 a 1992; membro do Conselho Monetário Nacional de 1990 a 1992; presidente da Comissão Federal para Reforma Fiscal em 1992.*

*Viviane Muller Prado*

*Professora da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – Direito GV; doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP.*

## 1.1 Introdução

Imagine um mercado de valores mobiliários nos quais atuam corretores nomeados pelo governo, cujos cargos têm caráter hereditário e vitalício e não são bem remunerados. As bolsas são organizadas de forma precária e há horários determinados para a negociação dos papéis. Os investidores deste mercado são, em grande parte, pessoas físicas e especuladores, inexistindo relevante participação de investidores institucionais. Mas não é só. O número de companhias com ações negociadas em bolsa é pequeno e a liquidez é baixa. A formação de preços baseia-se principalmente em boatos e dados imprecisos, tendo em vista que as empresas não são obrigadas a divulgar as demonstrações financeiras e fornecem pouca informação ao mercado. Após a distribuição dos papéis, inexistente qualquer garantia de liquidez e de manutenção dos preços de subscrição. O investidor deve arcar ainda com elevada tributação dos eventuais rendimentos obtidos com a negociação das ações. Imagine ainda que isto se dá em uma época de alto índice de inflação e de escasso crédito de longo prazo. Na perspectiva regulatória, não há órgão estatal responsável pela regulação deste mercado, nem são previstas regras específicas para disciplinar os agentes, as emissões de papéis e a proteção dos investidores. Aliás, a legislação societária é francamente feita tendo em vista a realidade de companhias familiares de capital fechado. Neste ambiente regulatório, não se tem certeza nem mesmo dos critérios para definir se uma companhia é ou não de capital aberto.

Agora imagine outro mercado no qual os valores mobiliários são negociados em bolsa de valores organizada na forma de sociedade por ações com fins lucrativos e as ações de sua emissão são negociadas no seu próprio mercado. Neste ambiente, é reconhecida a relevância da atuação dos intermediários – corretores, bancos de investimentos, *underwriters*, auditores, advogados e analistas, denominados *gatekeepers* – para o bom funcionamento do mercado com a correta criação, certificação e disseminação das

informações sobre as companhias emissoras. Aliás, as empresas devem seguir obrigatoriamente rigorosos padrões internacionais de divulgação de informações. As companhias abertas com ações negociadas em bolsa somam 470, sendo que 157 submetem-se voluntariamente a padrões mais rigorosos de governança corporativa. Para facilitar o acompanhamento deste mercado, construíram-se índices que representam o termômetro do sobe e desce dos preços e possibilitam a análise temporal dos investimentos e comparativa entre setores e segmentos do mercado. São negociadas ações, debêntures, certificados de recebíveis imobiliários, notas promissórias, quotas de fundos, créditos de carbono, derivativos de valores mobiliários e de outros ativos. Empresas negociam simultaneamente seus papéis em bolsas nacionais e estrangeiras. Os títulos são escriturais e a sua negociação é feita de maneira totalmente eletrônica e virtual, existindo sofisticado sistema de custódia e liquidação. Quanto à característica dos investidores, 30,5% são pessoas físicas, 27,1% investidores institucionais, 7,4% instituições financeiras, 2,1% empresas e 34,1% investidores estrangeiros. No campo regulatório, a lei acionária traz arcabouço jurídico de proteção dos acionistas minoritários, há uma agência reguladora com competência específica para regular, fiscalizar e punir os agentes do mercado de valores mobiliários. Existe também espaço para a regulação privada desempenhada pela própria bolsa de valores e outras organizações autorreguladoras que visam a garantir o saudável ambiente de negócios. Os intermediários são minuciosamente regulados e uma série de regras é aplicável aos mecanismos coletivos de investimento.

Estas duas descrições referem-se ao mercado de valores mobiliários brasileiro. O que as separa são aproximadamente 45 anos. A primeira seria a realidade anterior a 1965<sup>1</sup> e a segunda de 2010<sup>2</sup>. Não há dúvida que são

<sup>1</sup> As informações sobre as características do mercado de valores mobiliários brasileiro em 1965 foram obtidas no estudo "Pesquisa Preliminar sobre o mercado de capitais brasileiro", de Norman Poser e Allan Roth, solicitado pelo Banco Central. Norman Poser era Diretor e Consultor Jurídico para Estudos Especiais da *Securities Exchange Commission* norte-americana e Allan Roth era Diretor de Assuntos Jurídicos da Bolsa de Valores Americana. Os dois autores, a pedido do Banco Central, passaram três semanas (de 27 de setembro a 13 de outubro de 1965) no Brasil e elaboraram relatório narrando a situação do mercado de ações brasileiro e apontando sugestões para o seu aperfeiçoamento.

<sup>2</sup> As informações sobre o mercado de capitais em 2009/2010, especificamente, na BM&FBovespa, foram obtidas no Relatório Anual da CVM e no **Boletim Empresas** de

mercados com características e quadros regulatórios completamente distintos. A transformação do primeiro no segundo é resultado de constantes evoluções decorrentes de problemas, desafios e oportunidades vivenciados dentro da história brasileira.

No Brasil, a responsabilidade pela criação, pela atrofia ou pelo crescimento do mercado acionário, em parte, foi e é atribuída à sua regulamentação jurídica. Desde 1964 até hoje, foram criadas e implementadas algumas estratégias regulatórias que tiveram o objetivo de transformar o mercado de ações em relevante fonte de financiamento de longo prazo para as companhias nacionais, com a canalização de poupança privada. O objetivo deste estudo é justamente reconstruir algumas políticas regulatórias relevantes neste período que pretenderam atingir este objetivo e aperfeiçoar o capitalismo brasileiro.

Organizamos o texto da seguinte maneira. Primeiro, descrevemos a política de incentivos fiscais do Fundo 157. Trata-se de instrumento tributário que surgiu em 1967 com o fim de desenvolver o mercado de ações brasileiro. Em seguida, vamos para 1976 para reconstituir os objetivos econômicos que justificaram a elaboração das leis que hoje são os pilares da disciplina jurídica do mercado de ações, isto é, a lei das sociedades por ações (Lei n. 6.404/76) e a lei que criou a CVM e disciplina o mercado de valores mobiliários (Lei n. 6.385/76). Posteriormente, tratamos da liberalização do acesso do capital estrangeiro ao mercado acionário brasileiro, que se iniciou no final dos anos 1980 e ganhou importância na década de 1990. Por fim, seguimos para o ano 2000 e apresentamos a regulação privada da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa (atualmente denominada BM&FBovespa), que criou os níveis diferenciados de listagem com exigências de padrões mais elevados de governança corporativa. Também fazemos referências às modificações legislativas e aos atos normativos da CVM nos últimos anos. Ao final, apresentamos nossas observações conclusivas.

fevereiro de 2010, Edição n. 14, ano 2 (Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/empresas/boletim-empresas.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/boletim-empresas.asp)>. Acesso em: 2 jul. 2010) e na Resenha de dezembro/2009 – Mercados Bovespa (Disponível em: <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>, no campo estatísticas. Acesso em: 2 jul. 2010).

## 1.2 Incentivos fiscais e fundos 157

### 1.2.1 Reformas institucionais de 1964 e 1965 e incentivos fiscais

O ponto de partida para compreender o atual desenho institucional e regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro está em 1964: o Programa de Ação Econômica do Governo - PAEG. Este programa foi elaborado pelo então recém-criado Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, composto por Roberto de Oliveira Campos (Planejamento) e Otávio Gouveia de Bulhões (Fazenda), que valeria para o biênio 1964-66 no governo de Castelo Branco. Pretendia-se a estabilização e desenvolvimento da economia brasileira. Um dos pontos importantes deste programa era o aperfeiçoamento do sistema financeiro e do mercado de capitais nacional.

Para atingir estes objetivos foi elaborado um conjunto de reformas institucionais para a reformulação do sistema. A Lei n. 4.595/64 estruturou o sistema financeiro nacional, criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, de forma a extinguir a Superintendência da Moeda e do Crédito - SUMOC e a competência do Banco do Brasil para fazer política monetária. As reformas também foram implementadas pelas seguintes leis: Lei n. 4.380/64, que criou o Sistema Financeiro de Habitação e novos programas de seguro social, o PIS e o PASEP, representando captação compulsória de poupança privada, e instituiu a correção monetária em contratos imobiliários; Lei n. 4.357/64, que autorizou a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, adotou a correção monetária e concedeu benefícios fiscais para investimentos no mercado de capitais; e Lei n. 4.506/64, que criou o conceito de Sociedade de Capital Aberto, isentando o pagamento de imposto sobre lucros distribuídos para as companhias consideradas de capital aberto.

Em 1965, foi promulgada a Lei n. 4.728<sup>3</sup>, que traçou o desenho institucional do sistema financeiro, delimitando as funções dos bancos

<sup>3</sup> Esta legislação é originária de anteprojeto elaborado por José Luiz Bulhões Pedreira, a pedido do então Ministro Roberto Campos (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 131). Sobre as possibilidades de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro da época, ver SIMONSEN, Mário Henrique (Coord.). **O mercado brasileiro de capitais.** 2. ed. Documentos EPEA (Escritório de Pesquisa Econômica Aplicada), n. 2, 1965.

comerciais, bancos de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, sociedade de crédito imobiliário, entre outras. Para este estudo, importa saber que a disciplina do mercado de capitais ficou a cargo do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização, a cargo do Banco Central do Brasil<sup>4</sup>.

Um dos pontos problemáticos para o crescimento econômico estava na escassez de crédito de longo prazo para financiamento da atividade econômica das empresas nacionais. Este diagnóstico decorria dos altos índices de inflação e da vigência da lei da usura, que não permitia a cobrança de mais de 12% de juros ao ano. Além disso, o combate à inflação fez com que o governo restringisse o crédito, criando um novo problema para a capitalização das empresas. Estas contavam com recursos do sistema bancário privado, do governo e do mercado paralelo de desconto de letras de câmbio. Era grande a desigualdade de oportunidades de financiamento de empresas nacionais, públicas e multinacionais. O acesso aos empréstimos externos em moeda estrangeira era exclusivo para empresas estrangeiras e estatais.

Diante da identificação da inexistência de oferta de recursos de longo prazo para as empresas nacionais, o governo defendeu o fortalecimento do mercado de capitais, em especial o mercado de ações, para suprir esta lacuna. Pretendia-se não só o seu desenvolvimento, mas a democratização das empresas nacionais. Com inspiração no sistema norte-americano, idealizou-se um modelo no qual haveria o financiamento de empresas com a ampla captação de recursos na poupança popular de forma que as empresas contariam com um crescente número de acionistas<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Foi a Lei n. 4.728/65 que modificou o regime jurídico dos corretores. A Exposição de Motivos, assinada por Octávio Gouveia de Bulhões e Roberto de Oliveira Campos, aponta a seguinte justificativa: "Os corretores, segundo a lei vigente, são nomeados pelo governo. Não se subordinam, porém, ao serviço público porque sua atividade é de caráter empresarial. Por outro lado, não chegam a alcançar o estímulo da atividade das empresas particulares porque a corretagem é automaticamente assegurada e os cargos são vitalícios e hereditários. É um regime que conspira contra o senso de responsabilidade e contra o ânimo da eficiência. Daí a sugestão do projeto de convidar os corretores a se unirem em sociedades corretoras, sujeitas à fiscalização do Banco Central, orientadas e disciplinadas por meio de regulamentos a serem expedidos pelo Conselho Monetário Nacional".

<sup>5</sup> Cf. TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouveia; SÁ, Paulo Fernandes de. **O mercado de capitais e os incentivos fiscais.** Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971. p. 109.

Os desafios, no entanto, eram grandes. De um lado, as empresas brasileiras estavam sob o controle de grupos familiares, sem nenhum interesse em partilhar a tomada de decisão e dar informação aos seus investidores<sup>6</sup>. De outro lado, não havia a cultura de aplicação em investimentos que não em imóveis e moeda estrangeira.

As reformas institucionais de 1964 e 1965 não foram suficientes para desenvolver o mercado de capitais conforme o esperado. Em paralelo às leis que davam base às instituições do mercado, o governo utilizou-se de mecanismos tributários para incentivar o investimento do mercado de capitais<sup>7</sup>. A renúncia fiscal (sob o ponto de vista do governo) ou os incentivos fiscais (sob o ponto de vista do contribuinte) eram instrumentos de política econômica do governo bastante conhecidos e utilizados desde 1963, com a Lei n. 4.238/63, para alocar investimentos para o Nordeste (SUDENE). Posteriormente, surgiram incentivos fiscais em outras áreas e para diversos fins, tais como para o desenvolvimento da Amazônia (SUDAM), a partir de 1966; para desenvolvimento da pesca (SUDEPE) e do Turismo (EMBRATUR); e para o reflorestamento<sup>8</sup>.

### 1.2.2 Fundos 157

O sistema de incentivos fiscais também foi pensado para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Dentro deste contexto promulgou-se o Decreto-lei n. 157, em 10 de fevereiro de 1967.

Pelo mecanismo 157, o contribuinte investia parte dos valores devidos a título de imposto de renda nos fundos fiscais (Fundos 157).

Estes autores mencionam que o interesse do governo era desenvolver o mercado de capitais, pois "proporcionaria a dissolução do controle familiar ou de pequenos grupos de empresas" e surgiria o que denominaram de "capitalismo do povo" (*Op. cit.*, p. 109).

<sup>6</sup> Cf. TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvea; SÁ, Paulo Fernandes de. **O mercado de capitais e os incentivos fiscais**. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971. p. 108.

<sup>7</sup> Para um resumo dos incentivos fiscais concedidos a partir de 1964, ver narrativa de LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.**: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 132-133.

<sup>8</sup> Para uma análise e síntese dos incentivos fiscais existentes, ver: SIMONSEN, Mario Henrique. **O sistema brasileiro de incentivos fiscais. Ensaio Econômico da EPGE**. Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas, n. 12, 1974.

Estes fundos, por sua vez, aplicavam os recursos em empresas que preenchiam os requisitos previstos na legislação, denominadas empresas 157. O mecanismo estabelecia a redução do imposto de renda devido, já materializado como crédito tributário, mediante sua aplicação em um fundo de investimento, sendo tais recursos utilizados para a subscrição de ações em novas emissões. Em resumo, capitalizava-se determinada companhia com os recursos subtraídos do total devido ao governo.

O mecanismo 157 foi pensado e nasceu na busca de ensinar o acionista controlador a conviver com o acionista de mercado e este último com o primeiro. Esta seria a mecânica para se conseguir, além do crescimento econômico, o desenvolvimento de uma nova mentalidade econômica, na medida em que se propunha a criação de uma nova cultura de investimento, que não encontrava possibilidade somente na renda fundiária, tão inerente à nossa cultura secular.

Este esquema de renúncia fiscal com a finalidade de canalizar recursos para companhias brasileiras por meio do mercado de ações e debêntures deu-se mediante uma complexa disciplina jurídica. As regras eram modificadas ano a ano, por meio de uma série de Leis, Decretos-lei, Decretos, Resoluções do Conselho Monetário Nacional, Instruções Normativas da Secretaria da Receita Federal e Comunicados GEMEC. Tais normativos versavam sobre quem poderia se beneficiar dos incentivos fiscais, percentuais máximos de dedução do imposto de renda para aplicar no mercado de valores mobiliários, composição da carteira dos fundos fiscais, processo para a aplicação dos recursos, prazo para resgate dos valores alocados etc. A análise da evolução das normas jurídicas do mecanismo 157, desde a sua criação em 1967 até a sua extinção em 1983, aponta que se tratou de instrumento em constante evolução para dar respostas a objetivos da política econômica da época e também às crises e movimentos do mercado, em especial mercado de ações.

Para dar a ideia da intrincada legislação, é interessante descrever com algum grau de detalhamento as constantes modificações em temas centrais e apontar a relação destas alterações legislativas com alguns efeitos sentidos no mercado.

O primeiro ponto relevante do sistema 157 é o destinatário dos incentivos fiscais. Inicialmente, tanto pessoas jurídicas quanto físicas podiam alocar o valor devido ao governo a título de imposto de renda para

os Fundos 157. Conforme dados da Conjuntura Econômica, em 1968, 35 mil pessoas aproveitaram tais incentivos fiscais e, em 1969, tais fundos contavam como 447 mil quotistas<sup>9</sup>. As pessoas jurídicas, no entanto, foram excluídas já em 1971, sob o argumento que tinham a tendência a resgatar o montante investido tão logo acabasse o prazo de resgate previsto em Lei. Interessante relatar que, em 1968, a dúvida quanto à manutenção ou não das pessoas jurídicas como beneficiárias do mecanismo 157 originou o fechamento das principais Bolsas do país por três dias, sob o argumento de defesa dos interesses dos investidores<sup>10</sup>.

O segundo ponto constantemente modificado era o percentual máximo de dedução do imposto devido para alocação no mercado acionário. Inicialmente, consistia na dedução de 5% para as pessoas jurídicas e 10% para as pessoas físicas. Em 1972, após a crise nas bolsas em 1971, o percentual para pessoa física elevou-se para o máximo de 24% sobre o imposto de renda. Esta porcentagem chegou a 30% em 1979. No entanto, próximo à extinção do incentivo fiscal 157 e confiadamente atendendo à política do governo de extinção gradativa, em 1981, houve diminuição da dedução do imposto. Conforme dados do Banco Central, este corte, que representaria 40% na arrecadação destes fundos, não deveria ser de grande impacto no mercado, pois os Fundos Fiscais 157 não lideravam mais as aplicações dos investidores institucionais<sup>11</sup>. O percentual chegou a zero quando, em 1983, houve modificação da legislação

<sup>9</sup> Cf. Fundos 157. Histórico e avaliação. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 4, p. 114, 1971.

<sup>10</sup> No Relatório do Banco Central do Brasil, de 1968, ficou registrado o seguinte: "A expectativa de aprovação pelo Legislativo da continuação, em 1968, das deduções fiscais concedidas às pessoas jurídicas não se concretizou inicialmente. Tal fato ensejou o fechamento das principais Bolsas do País nos dias 13, 14 e 15 de março, a título de defesa dos interesses dos investidores. Logo a seguir, entretanto, a aprovação da matéria foi conseguida através de projeto de executivo" (p. 66).

<sup>11</sup> No Relatório do Banco Central do Brasil, de 1981, afirmou-se que a diminuição da arrecadação mais o resgate dos valores dos Fundos 157 não impactariam no mercado, pois, "conforme levantamento procedido pela BVRJ, com base no cadastro de clientes das corretoras cariocas, os Fundos Fiscais 157 não lideram as aplicações dos investidores institucionais. Observou-se que, dentro das aplicações dos investidores institucionais, 41,2% são de responsabilidade dos bancos de investimento, distribuidoras, corretoras e pessoas físicas ou jurídicas ligadas, direta ou indiretamente, a essas instituições" (p. 64).

de imposto de renda extinguindo o incentivo fiscal para aplicação no mercado de valores mobiliários.

O terceiro ponto era a disciplina da configuração da carteira dos Fundos 157. Em última análise, por esta regulamentação, o governo indicava onde seriam alocados os recursos resultantes dos incentivos fiscais. O direcionamento do investimento pelo governo possibilitava que os contribuintes experimentassem o papel de investidores, mas não os deixavam totalmente livres para escolher os ativos nos quais investiriam. Os limites vinham justamente dos critérios legais para alocação de recursos dos Fundos 157.

A principal variação, quanto ao mercado de ações, estava no percentual destinado à aplicação em valores mobiliários, na porcentagem que deveria ser alocada para o mercado primário ou secundário e na limitação de aplicação em valores mobiliários emitidos por companhias que se enquadrassem nos critérios do Decreto-lei n. 157, devidamente registradas como tal no Banco Central.

Como a intenção inicial do governo era o desenvolvimento do mercado primário e o aumento do capital de giro das empresas, determinou-se que os Fundos 157 deveriam aplicar os recursos na compra de ações ou debêntures de empresas que, alternativamente, (a) fizessem oferta pública de ações e os acionistas já existentes subscrevessem, no mínimo, 20% do valor da emissão; (b) colocassem no mercado debêntures convertíveis em ações de prazo mínimo de 3 anos e os acionistas atuais deveriam subscrever 20% do valor da emissão; ou (c) alienassem imóveis cujo valor correspondesse, no mínimo, a 15% do capital social<sup>12</sup>. Além de atender a uma destas alternativas a empresa deveria aplicar os recursos captados com a oferta pública no capital circulante. Esta limitação de alocação dos recursos originou uma situação peculiar, qual seja, os Fundos 157 captavam mais recursos que os possíveis ativos a serem aplicados. Conforme comunicado do Banco Central, dois meses depois de editado o Decreto-lei n. 157, havia 57 fundos fiscais, mas nenhuma empresa conseguia se enquadrar no esquema legal para receber tais valores<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Requisitos constantes nos arts. 1º e 7º, do Decreto-lei n. 157, 10 de fevereiro de 1967.

<sup>13</sup> Informação apresentada nos dados do estudo, não assinado, Fundos 157. Histórico e avaliação. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 4, p. 111, 1971. Conforme esta fonte, tratou-se do Comunicado GEMEC n. 2, de 5 de abril de 1967.

Para mudar esta situação, já em março de 1967 (o Decreto-lei era de fevereiro) houve flexibilização destes critérios, podendo os fundos fiscais aplicar em parcela do arrecadado também no mercado secundário, isto é, em ações já negociadas em bolsa, desde que em empresas que se configurassem como Empresas 157<sup>14</sup>. Ainda assim, tal flexibilidade não foi suficiente, justificando nova mudança em agosto de 1967, que possibilitou a aplicação de até 1/3 do montante arrecadado no mercado secundário. Esta regra vigeria de agosto a outubro e causou dúvidas na sua interpretação. Foi preciso posterior esclarecimento da nova regra por meio de comunicado do Banco Central<sup>15</sup>. Esta modificação, na leitura da Conjuntura Econômica da época, "teve efeito imediato no mercado, vez que estabeleceu melhores condições de aplicação dos fundos fiscais, pouco interessados em questões legais, desde que os novos conceitos lhes eram inteiramente favoráveis" ou ainda que a flexibilização foi "uma das causas mais importantes para a excelente performance das Bolsas em 1967: acréscimo de 74% do volume de transações com ações no Rio e de 83% em S. Paulo"<sup>16</sup>. Na leitura do Banco Central, esta alteração das condições de aplicação "diversificou as possibilidades de investimento, dinamizando novamente o mercado bolsístico, com repercussão positiva imediata nos índices de negociabilidade de papéis representativos do capital das empresas"<sup>17</sup>.

Havia uma constante alteração do percentual aplicável no mercado de ações, ora no mercado primário, ora no mercado secundário. Para se ter uma ideia, interessante descrever a variação entre 1970 e 1972. Em 1970, 2/3 dos recursos dos Fundos 157 poderiam ser aplicados diretamente em Bolsa, sendo que antes apenas 1/3 poderia ter esta destinação. Neste ano, conforme o Banco Central, os Fundos Fiscais obtiveram grande desenvolvimento e "um razoável segmento do público potencialmente investidor foi induzido a participar pela primeira vez do mercado,

<sup>14</sup> Cf. Resolução n. 60, de 24 de agosto de 1967.

<sup>15</sup> Comunicado GEMEC n. 8. Cf. Fundos 157. Histórico e avaliação. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 4, p. 111, 1971.

<sup>16</sup> Cf. Fundos 157. Histórico e avaliação. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 4, p. 111, 1971.

<sup>17</sup> Cf. *Relatório do Banco Central de 1967*, p. 131.

tendo suas parcelas dedutíveis do imposto de renda canalizadas para o mercado de ações"<sup>18</sup>.

Em 1971, para ativar o mercado primário, determinou-se novo percentual mínimo de destinação para as emissões primárias pelos recursos dos Fundos Fiscais 157. A aplicação no mercado secundário ficou reduzida de 67% para 30% dos recursos arrecadados a partir de 1971. Assim, 70% dos recursos deveriam ser alocados na subscrição de ações de empresas registradas no esquema do Decreto-lei n. 157. Além disto, determinou-se que, no mínimo, 20% dos recursos arrecadados fossem destinados a papéis de empresas de médio e pequeno porte, que não precisam estar enquadradas como Empresas 157.

Em 1972, foi abolida a figura da Empresa 157. As sociedades de capital aberto passaram a ter exclusividade nas aplicações dos fundos fiscais, nas condições previstas na legislação. A carteira dos Fundos Fiscais deveria obedecer à seguinte disciplina: 50%, no mínimo, e 75%, no máximo, poderiam ser aplicados na subscrição de ações ou debêntures conversíveis em ações de empresas de capital privado nacional com negociação diária em bolsa nos últimos seis meses<sup>19</sup>. Outros 25%, no mínimo, deveriam ser destinados à subscrição de ações ou debêntures conversíveis emitidas por empresas com capital e reservas inferiores a 140 mil vezes o maior salário mínimo do País. Aqui estava uma das reclamações dos fundos, pois 1/4 do investimento não encontrava qualquer liquidez e nem sempre representavam alguma rentabilidade. De toda forma, o resultado desta mudança foi o crescimento do mercado secundário - que havia sido objeto de crise sem precedentes no final de 1971. Na leitura do Banco Central, esta nova regra "aumentou o volume das compras de papéis de risco de cerca de 109%"<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Cf. *Relatório do Banco Central de 1970*, p. 86. Em outra passagem também é confirmada a intenção de incentivar a participação do mercado acionário pelas pessoas físicas: "A Portaria do Ministro da Fazenda GB-95 ao facultar às pessoas físicas contribuintes do Imposto de Renda na fonte os benefícios do Decreto-lei n. 157, procurou não somente facilitar ao mercado o acesso a novas fontes de recursos, como também criar hábitos de poupança em importante faixa do público potencialmente investidor" (*Relatório do Banco Central do Brasil*, 1970, p. 82).

<sup>19</sup> Cf. *Relatório do Banco Central de 1972*, p. 103.

<sup>20</sup> Cf. *Relatório do Banco Central de 1972*, p. 113.



O detalhamento anteriormente descrito sobre composição de carteira dos Fundos 157 poderia ser aqui analisado ano a ano. Esta breve descrição dos anos iniciais, no entanto, é capaz de demonstrar como era disciplinada a alocação dos recursos conforme a política do governo. Interessante, no entanto, notar que ao final, já em 1982, conforme informação do Relatório Anual do Banco Central, os Fundos 157 nem aplicavam mais no mercado acionário, preferindo o investimento em títulos públicos federais e debêntures.

Por último, outro ponto relevante no funcionamento dos incentivos fiscais está na previsão de prazos de resgate. Este assunto também era objeto de constantes modificações, conforme a necessidade de manutenção destes recursos no mercado. No início, o prazo de resgate era de dois anos. Em 1970, passou para 4 anos, sendo que os resgates deveriam ser feitos de forma parcelada a partir do segundo ano. Na fala do Banco Central, afirmou-se que a extensão deste prazo "veio impedir que maiores pressões de vendas se fizessem sentir sobre o mercado. O prazo anterior de dois anos foi julgado insuficiente para a conquista do investidor e o crescimento das solicitações de resgate de quotas forçaria uma queda no preço das ações motivada por um excesso de ofertas"<sup>21</sup>.

Nos Relatórios Anuais do Banco Central, verifica-se a percepção do órgão regulador sobre a importância dos incentivos fiscais para o funcionamento do mercado de ações. No final da década de 1960, o mecanismo era visto como o responsável pelo crescimento do mercado acionário. Segundo relatórios da instituição, "os mecanismos, ao criarem condições para o estímulo do mercado de ações, promoveram, incidentalmente, o aumento do grau de democratização do capital das empresas e elevaram a participação dos recursos não onerosos para a satisfação das necessidades de giro e investimento"<sup>22</sup>. No ano de 1967, as bolsas tiveram volume de negociação elevado em 51% em relação ao ano anterior. No ano seguinte, o volume de negócios cresceu 12% e, nas palavras do Banco Central, "a pedra de toque do mercado continuou sendo o Decreto-lei n. 157"<sup>23</sup>. Em outra fonte, na *Revista da Bolsa de Valores de São Paulo* de 1974, em artigo não

<sup>21</sup> Cf. Relatório do Banco Central de 1970, p. 82-83.

<sup>22</sup> Cf. Relatório do Banco Central de 1967, p. 131.

<sup>23</sup> Cf. Relatório do Banco Central de 1968, p. 66.

assinado, afirmou-se que o esquema 157 "foi considerado como um dos mais perfeitos e originais mecanismos de apoio ao mercado de ações, numa experiência única em todo o mundo" e "ajudaram em muito o mercado de ações, mesmo quando as Bolsas atingiram suas baixas mais acentuadas"<sup>24</sup>.

A leitura da época era que este mecanismo estava sendo responsável pelo efetivo desenvolvimento do mercado. Nas palavras de David Trubek, José Hilário Gouveia Vieira e Paulo Fernandes de Sá, o "sistema estabelecido pelo D.L. 157 canalizou substanciais recursos para dentro dos mercados primário e secundário, e foi responsável pelo ritmo do fenomenal crescimento de atividade nos mercados de ações, nos dois últimos anos. Talvez com ainda maior importância, ele serviu como um elemento 'disparador', e há evidência de que o DL 157 esteja conduzindo à criação de um processo automantenedor de crescimento do mercado"<sup>25</sup>.

A tabela abaixo aponta a evolução do volume de recursos que circulou por meio destes fundos fiscais.

**Tabela 1 - Patrimônio Líquido dos Fundos Fiscais 157 de Investimento (em Milhões)**

Ano/Dez	Valor do Patrimônio líquido (em Cr\$)	Tx de Câmbio (Cr\$/US\$)	Valor em USD Corrente
1981*	104.583	93,349	1.120
1980*	47.965	52,811	908
1979*	32.019	26,818	1.194
1978*	15.883	18,078	879
1977*	11.193	14,144	791
1976*	5.816	10,673	545

*Continua*

<sup>24</sup> Cf. Fundos fiscais, objetivos foram alcançados? *Revista Bovespa*, p. 9-11, fev./mar. 1974.

<sup>25</sup> Cf. TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouveia; SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971. p. 137. Este estudo faz uma avaliação da política de incentivos fiscais para desenvolvimento do mercado de ações brasileiro.

Continuação

1975*	2.557	8,127	315
1974**	1.391	6,79	205
1973***	1.414	6,126	231
1972***	788	5,934	133
1971****	936	5,2876	177
1970	-	-	-
1969****	387,9	4,074	95

Fonte: Diversos Relatórios Anuais do Banco Central de 1969 a 1982.

Nas terminologias dos Relatórios, os valores da tabela referem-se à: \*20 maiores fundos; \*\*Valor agregado nos 8 maiores fundos; \*\*\*Patrimônio líquido dos Fundos; \*\*\*\*Patrimônio Global.

Como balanço final, é inquestionável que a transferência de recursos do erário público, via o mecanismo do Fundo 157, foi colossal.

Com o passar dos anos 1970 e o crescimento da importância de outros investidores institucionais na década de 1980, os mecanismos de incentivos fiscais foram perdendo importância para o funcionamento do mercado de ações. O fim deste programa de incentivos fiscais ou renúncia fiscal se deu em 1983, quando se extinguiu a possibilidade de dedução no imposto de renda para aplicação nos Fundos 157. A partir de 1985, o destino dos Fundos 157 então existentes foi a sua transformação ou incorporação em Fundos Mútuos de Investimentos em Ações.

### 1.2.3 Efeitos dos incentivos fiscais do Fundo 157

Assim, de 1967 até 1984, viveu-se com a expectativa de que o mecanismo dos incentivos fiscais seria apto a revolucionar o mercado acionário nacional, criando as bases firmes para o financiamento de longo prazo do sistema produtivo nacional e, como subproduto faria nascer o capitalismo de massa entre nós.

Hoje há dúvida se os efeitos se deveram às virtudes do mecanismo, ou se o contribuinte brasileiro tinha tamanha "repulsa ao fisco" que preferia considerar os tributos a ele entregues como irremediavelmente perdidos, de sorte que "perdido por perdido vamos investir em empresas que desconhecemos. Sempre há uma esperança de receber algo".

Não se pode negar que o instrumento de incentivo fiscal foi capaz de canalizar volumosos montantes de pessoas físicas para o mercado de ações, por um longo tempo. Ocorre que tais pessoas não tinham genuíno interesse em se tornarem investidores do mercado de renda variável, mas simplesmente pretenderam deixar de pagar imposto de renda para em momento posterior resgatar o dinheiro correspondente aos seus títulos. A entrada de investimento pela bolsa, ao que parece, seria quase a fundo perdido. Qualquer ganho seria aceitável e, se a perda ocorresse, igualar-se-ia à situação de pagamento aos cofres públicos. Esta constatação fica evidenciada na falta de interesse dos contribuintes-investidores demonstrada com valores que até hoje não foram resgatados. Recentemente, a Comissão de Valores Mobiliários teve que publicar no Diário Oficial da União uma extensa lista de cotistas que simplesmente não compareciam para buscar seus haveres. Foi noticiado na imprensa que há aproximadamente R\$ 1 bilhão nos Fundos com origem em aplicações decorrentes de incentivos fiscais<sup>26</sup>. Lembre-se, ainda, de que esses recursos foram corroídos anualmente pela cobrança da taxa de administração.

De outro lado, as companhias que receberam os recursos também não tinham legítimo interesse em participar do mercado de capitais captando recursos de investidores que prestariam contas e remunerariam o capital. O verdadeiro objetivo de abrir o capital era receber recursos de maneira facilitada e mais barata que o captado no sistema bancário. Esta noção também fica evidente nos dias atuais. Em 2008, a CVM cancelou o registro de 249 companhias incentivadas e de outras 32 companhias, estas em razão de operações societárias. Além disso, a autarquia excluiu 648 companhias do cadastro de incentivadas não registradas<sup>27</sup>.

A análise do mecanismo 157 permite perceber que de uma ideia engenhosa e razoavelmente simples, isto é, o contribuinte passaria a ser

<sup>26</sup> Cf. *Gazeta Mercantil*, 8 de janeiro de 2009.

<sup>27</sup> Cf. CVM, Relatório Anual, 2008, p. 14. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/relegst/Relatório\\_Anuual\\_CVM2008.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/relegst/Relatório_Anuual_CVM2008.pdf)>. Acesso em: 7 de jun. 2010. Ressalta-se, todavia, que companhias incentivadas podem ter sido beneficiadas por outros incentivos fiscais diversos do mecanismo do Fundo 157. Em 2006, a CVM editou a Instrução 427/2006, definido critérios para cancelamento e suspensão de registro de companhias beneficiadas com recursos oriundos de incentivos fiscais do passado.

investidor, foi preciso acessar toda a burocracia estatal, mediante um emaranhado de normas, nem sempre claras, e experimentar as reações dos agentes do mercado. É justamente o encontro da justificativa do esquema de incentivos fiscais com a análise dos resultados alcançados no mercado da época que se abrem caminhos para conhecer a história da formação do nosso mercado.

Se a mecânica fiscal mostrou-se não tão adequada, foi ela mais um andar que se colocou na edificação, não acabada do mercado de valores mobiliários nacional. Qualquer que tenha sido o seu resultado concreto, sem dúvida, foi por meio do mecanismo do Fundo 157 que as entidades de classe, juntamente com os entes governamentais, continuaram as discussões que à época pareciam intermináveis e infrutíferas.

### 1.3. Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404/76) e Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei n. 6.385/76)

Os anos de 1970 e 1971 foram de grande especulação nas bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo<sup>28</sup>. A esperança de obter altos rendimentos no curto prazo e os incentivos fiscais acima narrados chamaram pequenos investidores para o mercado de ações brasileiro. Alguns investidores desfizeram-se de outros bens ou mesmo tomaram empréstimo em bancos para investir na Bolsa<sup>29</sup>. Em junho de 1971, no entanto, ocorreu o início da queda da euforia especulativa, representando a perda dos investimentos, em

<sup>28</sup> Em abril de 1971, com a grande especulação da bolsa, a análise colocada na Conjuntura Econômica sobre o mercado acionário já previa o problema que se iniciaria em junho de 1971: "existe teoria, bastante difundida, de que quando as principais altas são das ações mais especulativas, isto significa o fim de um mercado em ascensão. Realmente existe preocupação generalizada sobre como vai terminar a euforia atual (...) Pode-se afirmar, com segurança, que as altas ocorridas não foram igualadas em qualquer outra Bolsa, em qualquer época. Nunca houve tampouco mercado que tivesse permanentemente em alta, sem passar por um período de reajuste". Cf. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 5, p. 25, 1971.

<sup>29</sup> Cf. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 5, p. 25, 1971: "As expectativas de elevados lucros a curto prazo têm motivado uma avalanche de recursos em direção ao mercado de ações, recursos estes procedentes da venda de imóveis, carros e outros bens, assim como empréstimo de bancos".

especial, dos investidores não profissionais<sup>30</sup>. Lembre-se de que, nesta época, o sistema de informações das companhias emissoras era inadequado, aumentando a assimetria de informações e o abuso na atuação de alguns agentes do mercado.

A crise de 1971 do mercado acionário reforçou a ideia da necessidade de aperfeiçoamento dos mecanismos de proteção dos investidores e de exigência obrigatória de prestação de informações pelas companhias emissoras. Outro ponto criticado com o ocorrido estava na parte institucional com a percepção que o Banco Central deveria ser substituído por um órgão especializado para fiscalizar o mercado de valores mobiliários<sup>31</sup>.

Conforme relatam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, em outubro de 1971, o Instituto de Planejamento Econômico e Social – IPEA defendeu a elaboração de anteprojeto que reformasse a lei acionária datada de 1940<sup>32</sup>. À época, no entanto, as preocupações estavam concentradas na reforma do Código Civil para unificar o direito privado. A disciplina das sociedades por ações, por sua vez, já estava incluída na redação do anteprojeto do Código Civil.

Somente em 1974 foi tomada a decisão de retirar a matéria do anteprojeto do Código Civil e elaborar lei especial disciplinando as sociedades anônimas. Estávamos no Governo do General Ernesto Geisel, sendo o Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen e o Ministro do Planejamento, João Paulo dos Reis Velloso. A decisão foi tomada pelo Conselho de Desenvolvimento Econômico, pela Exposição de Motivos n. 14, de 25 de junho de 1974 (CDE 14). Ficou decidido que deveria

<sup>30</sup> Para uma síntese do ano de 1971 no mercado acionário, ver *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 26, fev. 1972, p. 93. Menciona que em maio e junho, "o mercado entrou em fase denominada a loucura da bolsa", com grande fluxo de pequenos investidores, e o reajuste iniciou-se em meados de junho até final de novembro.

<sup>31</sup> Para uma breve narrativa da crise de 1971 e a visão sobre a ineficiência do Banco Central em regular e policiar o mercado, ver LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 136.

<sup>32</sup> Estes fatos estão narrados no livro de LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 139 e ss.

também ser elaborado um anteprojeto para a criação da Comissão de Valores Mobiliários. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira ficaram responsáveis pela formulação dos anteprojetos<sup>33</sup>. Após passar por amplo debate público e pelo trâmite no Congresso Nacional, os anteprojetos deram origem a diplomas legais que se configuraram como os pilares da disciplina jurídica do mercado brasileiro: Lei n. 6.404/76, sobre as sociedades por ações, contendo regras específicas para as companhias abertas; e Lei n. 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, como autarquia competente para regular, fiscalizar e punir os agentes deste mercado.

As diretrizes destas leis constavam do II Programa Nacional de Desenvolvimento (II PND), para os exercícios de 1975 a 1979. Entre os objetivos deste programa, estava o fortalecimento das empresas nacionais. À época, a distribuição de atividades econômicas no Brasil se dava primordialmente entre empresas estatais e estrangeiras. As empresas estatais eram responsáveis pelas áreas de infraestrutura. O Estado era bastante presente na economia e figurava como controlador de companhias com títulos negociados em bolsa de valores nas áreas de telecomunicação (Telebras), minério (CSN e Vale), petróleo (Petrobras) e energia (empresas estatais, como, Eletropaulo, CESP, COPEL, CERJ). O setor bancário estava sob o comando de capital nacional e o capital estrangeiro era presente fortemente na indústria de transformação. Ao lado de empresas públicas e multinacionais, pouco espaço sobrava para os empresários brasileiros<sup>34</sup>. Por isto, o programa de desenvolvimento econômico pretendia criar mecanismos para equilibrar o espaço das empresas nacionais e estrangeiras<sup>35</sup>.

<sup>33</sup> Estes fatos estão narrados no livro de LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 140-144.

<sup>34</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 137. Os autores mencionam: "os empresários privados nacionais praticamente estavam sendo excluídos de todos os setores básicos da economia nacional: as alternativas para a execução dos grandes projetos de investimento estavam reduzidas ao Estado e às empresas estrangeiras ou multinacionais".

<sup>35</sup> Informações sobre funções dos agentes econômicos retirados do Capítulo IV – A estratégia econômica: opções básicas, do II PND.

Apostava-se a sociedade por ações como instrumento de política econômica e de organização da grande empresa privada brasileira<sup>36</sup>. Além de instrumentos organizativos, o diagnóstico para possibilitar o crescimento do empresariado nacional foi a necessidade de se ter um mercado primário de ações para o financiamento de longo prazo da expansão da capacidade produtiva<sup>37</sup>.

Os desafios não eram poucos para o novo desenho institucional, tanto pelos investidores quando por parte das companhias emissoras. Em relação aos investidores, era preciso retomar a sua confiança no mercado de ações com instrumentos de proteção dos acionistas minoritários e obrigatoriedade de prestação de informação pelas companhias emissoras. Sob o ponto de vista dos empresários, o desafio estava na mudança do padrão de comportamento e respeito aos interesses e direitos dos investidores. As companhias privadas eram primordialmente empresas familiares, sem interesse em repartir a decisão e dar transparência sobre os seus negócios.

Na Lei de Sociedades por Ações, a tentativa de compatibilizar o conflito de interesses entre investidores e companhias emissoras está clara no seguinte trecho da Exposição de Motivos n. 196/76, assinada pelo então Ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen: o objetivo da lei é "criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que *assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, às quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade*".

<sup>36</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 141. Neste ponto, os autores transcrevem a fundamentação da proposta de retirada da matéria sobre S.A. do Código Civil.

<sup>37</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 137: "A preservação de um modelo de sistema econômico misto, com participação relevante de empresa privada, requeria, portanto, o desenvolvimento do mercado primário de ações, onde o empresário privado pudesse encontrar o volume de capital de risco necessário para promover projetos com a dimensão reclamada pela nova escala da economia brasileira". Ver também p. 151 e p. 156.

O regime jurídico de proteção ao acionista minoritário foi temperado com a atratividade para abertura de capital pelas companhias familiares. Neste ponto, consegue-se explicar algumas escolhas da Lei n. 6.404/76 tais como a tão criticada permissão de emissão de 2/3 de ações sem direito de voto, a existência de regime jurídico flexível para os grupos societários e a resistência para a previsão do direito ao *tag along*, que ficou restrito aos acionistas titulares de ações ordinárias<sup>38</sup>. De outro lado, encontram-se regras que fortalecem a posição dos minoritários, tais como, reconhecimento da figura do controlador desatrelada do percentual de participação, previsão de regime de responsabilidade dos controladores e administradores, direito de recesso, direitos de participação dos minoritários no Conselho de Administração, direito de instalação e representação no Conselho Fiscal, novas normas contábeis, distribuição de dividendo mínimo obrigatório e direito à informação.

Como já acima afirmado, acompanhando a Lei das S.A. estava a Lei que disciplina o mercado de valores mobiliários. Conforme Exposição de Motivos n. 197, de 24 de junho de 1976, da Lei n. 6.385/76, também assinada por Mário Henrique Simonsen, os dois projetos de lei formavam “um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares no capital dessas empresas”.

A criação da CVM justificou-se nas críticas da atuação do Banco Central como fiscal das operações do mercado de valores mobiliários, principalmente em decorrência da crise de 1971. Na mencionada Exposição de Motivos, Mario Henrique Simonsen justifica a mudança de perspectiva da Lei n. 4.728/65 para a retirada de competência do Banco Central e a criação da CVM: “A Lei n. 4.728, de 1965, organizou o mercado

<sup>38</sup> A primeira reforma significativa na Lei das S.A. ocorreu em 1997. Tal reforma é constantemente lembrada como aquela que retirou o direito dos minoritários à participação no prêmio pago ao controlador quando da alienação do poder de controle (*tag along*) para viabilizar as privatizações de importantes empresas estatais, em especial, do sistema Telebras e elétricas. Além desta alteração, modificou-se o direito dos preferencialistas e outras regras pontuais, que se justificavam na necessária proteção dos acionistas minoritários. Posteriormente veio a reforma da lei acionária em 2001, com o fortalecimento dos direitos dos minoritários e em 2007 foi reformada a parte contábil.

de capitais sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização do Banco Central do Brasil. O legislador da época entendeu que o mercado de capitais, então incipiente, não justificava a criação de órgão especializado para fiscalizar. O Banco Central, que estava sendo instalado, era o órgão naturalmente indicado para exercer a função. Entretanto, o Banco Central, cuja função precípua é a de gestor da moeda, do crédito, da dívida e do balanço de pagamento, não deve ter as suas atribuições sobrecarregadas com a fiscalização do mercado de valores mobiliários”. Afirma ainda: “A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito”.

Sob esta explicação, a Lei n. 6.385/76 instituiu a CVM como autarquia ligada ao Ministério da Fazenda que teria a “função de disciplinar o mercado de títulos privados – ações debêntures e outros – sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional”. Além da criação da CVM, a lei traz as normas do mercado de valores mobiliários sobre emissão e distribuição de valores mobiliários, negociação e intermediação no mercado, organização e funcionamento das bolsas. Continuou-se a reconhecer o poder das bolsas de organizarem os seus mercados. A nova legislação, todavia, qualificou as bolsas como “órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários”.

Apesar da Lei n. 6.404/76 e da Lei n. 6.385/76 não terem originado efeitos imediatos no crescimento do mercado nos anos seguintes à sua edição, elas configuraram-se como pilares institucionais e regulatórios do mercado de ações brasileiro até os dias de hoje.

#### 1.4. Livre acesso do investimento estrangeiro ao mercado de ações

Nos anos 1990, após a chamada década perdida e em momento de abertura da economia brasileira, um tema relevante para o desenvolvimento do mercado de ações era o acesso do nosso mercado por investidores estrangeiros. Sob o ponto de vista normativo, a acessibilidade dos

não residentes aos ativos negociados no mercado brasileiro, em especial, ações, foi viabilizada por dois instrumentos jurídicos: (1) Anexo IV e (2) os programas de *ADR*.

Já no final dos anos 1980, o Conselho Monetário Nacional criou mecanismos que pretendiam a abertura do nosso mercado para investimentos externos. Em 1987, a Resolução CMN n. 1.289/87 previu que investidores internacionais podiam adquirir ações de empresas brasileiras por intermédio de companhias ou fundos de investimentos constituídos no Brasil ou por fundos especializados em mercados emergentes, conforme as regras dos três Anexos da referida resolução. O Anexo I disciplinava Sociedade de Investimento – Capital estrangeiro; o Anexo II tratava de Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro; e Anexo III versava sobre Carteira de Investimento – Capital Estrangeiro. Apesar de este normativo permitir a entrada de recursos externos, ele estabelecia uma série de condições limitadoras. Três eram as que mais chamam atenção pela interferência na autonomia da decisão do investidor: exigência de capital mínimo, permanência mínima de 90 dias do investimento no país e regras sobre composição de carteira. Este esquema, por si só, não foi capaz de atrair capital externo<sup>39</sup>.

Além da inexistência de instrumentos flexíveis para entrada e saída de recursos do país, a nossa situação econômica e a falta de credibilidade no bom funcionamento do mercado de valores mobiliários nacional não o tornavam atrativo ao investimento estrangeiro. A falta de credibilidade decorreu do escândalo que acarretou a séria crise da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em razão da especulação no mercado à vista conjuntamente com o mercado de opções, caso que ficou conhecido como Caso Nahas. Este caso demonstrou a fragilidade no sistema de custódia de ações das bolsas de São Paulo e do Rio de Janeiro. A situação

<sup>39</sup> No Relatório Anual da CVM de 1985, que apresenta a evolução do patrimônio líquido das Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro, de 1978 a 1985, consta o seguinte diagnóstico sobre este instrumento: “Criadas com o objetivo básico de atrair recursos externos para serem aplicados em Bolsas de Valores, as Sociedades de Investimento–Capital Estrangeiro não conseguiram cumprir, a contento, o papel a elas reservados, tendo em vista a pouca expressividade do volume de poupanças captadas por tal instrumento. Este fraco desempenho é, na maioria da vezes, creditado ao rigor da legislação específica e ao risco cambial” (p. 35).

econômica também não colaborava. No início de 1990, o Brasil vivia uma hiperinflação de mais de 80% ao mês, que foi seguida do Plano Collor, que determinou o confisco e o congelamento de preços e salários.

Apesar das dificuldades macroeconômicas, em 1991, havia a intenção de ativar o mercado de valores mobiliários com a flexibilização das regras de acesso do capital externo. Pretendia-se que o Brasil usufruísse da liquidez internacional e do interesse dos estrangeiros nos ativos nacionais, em especial, em razão do futuro plano de privatização de importantes empresas estatais<sup>40</sup>.

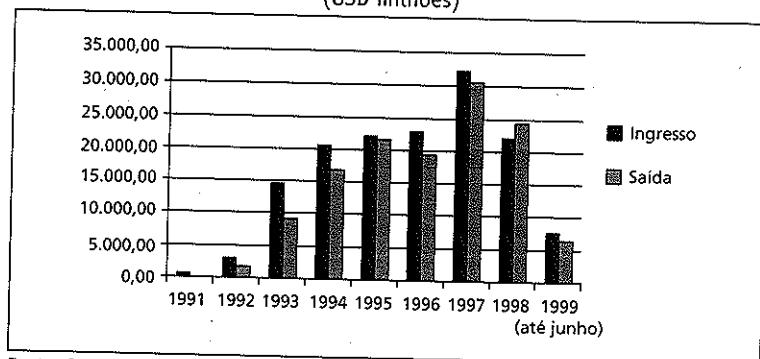
Em maio de 1991, foi criado o instrumento de maior relevância para a entrada de investimentos estrangeiros diretos no mercado de valores mobiliários. O caminho burocrático para o estabelecimento da nova regulação foi simples. Apenas acrescentaram-se mais dois anexos à Resolução n. 1.287/87. Foi incluído o conhecido Anexo IV, pela Resolução do CMN n. 1.832/91, e o Anexo V, pela Resolução do CMN n. 1.848/91.

Na sistemática do Anexo IV, investidores institucionais estrangeiros (fundos de pensão, seguradoras, instituições financeiras, fundos de investimentos, corretoras etc.) podiam investir diretamente em valores mobiliários negociados no mercado brasileiro. Não era mais necessário utilizar obrigatoriamente fundos ou sociedades como veículo de investimento. Também não havia regras sobre capital mínimo, tempo de permanência ou formação de carteira. Existia apenas a exigência que a participação fosse minoritária no capital social de companhias abertas. Além disso, eram vedadas as negociações fora do pregão, o empréstimo e a dação em garantia dos ativos adquiridos via Anexo IV. Tais investimentos também estavam isentos de pagamento de imposto sobre os rendimentos da carteira e sobre ganhos de capital.

A resposta às novas regras de entrada e saída de capital externo era visível já a partir de 1992, como demonstram os dados sobre o fluxo de capital por meio do Anexo IV (Gráfico 1 e Tabela 2).

<sup>40</sup> Note-se que a Lei n. 8.031/90, que instituiu o Plano Nacional de Desestatização, estabelecia como objetivo fundamental do programa “contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa” (art. 1º, VI).

**Gráfico 1 – Fluxo no mercado de capitais brasileiro (USD milhões)**



Fonte: CVM.

**Tabela 2 – Valor do fluxo de capitais via Anexo IV (USD milhões)**

	Ingresso	Saída	Saldo anual	Saldo acum.
1991	482,40	96,10	386,30	386,30
1992	2.966,82	1.652,44	1.314,38	1.700,68
1993	14.614,09	9.136,46	5.477,63	7.178,31
1994	20.532,41	16.778,24	3.754,17	10.932,48
1995	22.026,62	21.498,34	528,28	11.460,76
1996	22.935,63	19.341,88	3.593,75	15.054,51
1997	32.191,92	30.576,78	1.615,14	16.669,65
1998	21.886,73	24.349,01	-2.462,28	14.207,37
1999 (até junho)	7.599,72	6.327,58	1.272,14	15.479,51

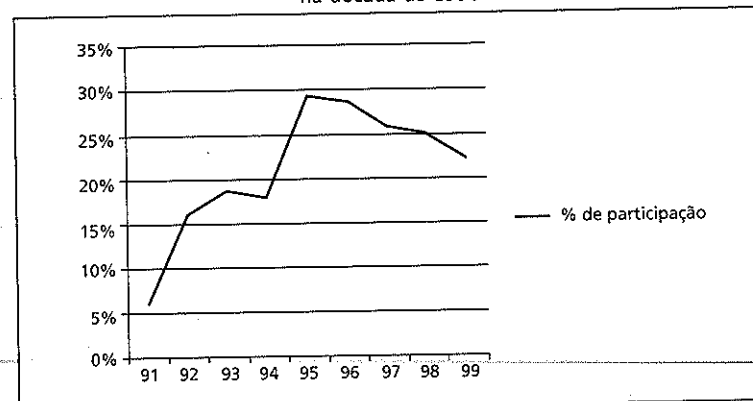
Fonte: CVM<sup>41</sup>.

O aumento da participação estrangeira, por consequência, mudou significativamente o perfil do investidor na Bolsa de Valores de São Paulo.

<sup>41</sup> Dados retirados da reportagem publicada na **Revista CVM**, n. 29, ago. 1999, intitulada **CVM divulga dados do Anexo IV corrigido**, p. 87-98.

Quanto ao volume de negociação, em 1991, os investidores estrangeiros representavam pouco mais de 5% e passaram a somar quase 30% em 1995, tendo a sua participação reduzida a pouco mais de 20% no final da década de 1990 (Gráfico 2).

**Gráfico 2 – Participação de investidor estrangeiro na Bovespa na década de 1990**



Fonte: BM&FBovespa.

Por outro lado, a flexibilização da entrada e da saída do capital estrangeiro aponta a vulnerabilidade do investimento externo à situação de outros países emergentes e a interdependência dos mercados internacionais, como fica demonstrado na análise dos dados sobre saldo dos recursos via Anexo IV (Gráfico 3). O retorno de USD 21.498,34 milhões em 1995 pode ser atribuído às consequências da crise no mercado financeiro no México. Em 1997, houve a crise nos países asiáticos e em 1998, na Rússia, indicando a razão para a retirada expressiva dos valores investidos no mercado brasileiro.

Em resumo, o objetivo do Anexo IV, isto é, entrada de capital no mercado acionário, foi rapidamente atingido na medida em que possibilitou o efetivo investimento estrangeiro por portfólio especificamente no mercado secundário de valores mobiliários. A norma jurídica, neste caso, funcionou para viabilizar a atração de determinado tipo de investimento. A flexibilização das regras, por si só, não seria capaz de trazer o capital externo. Ela foi acompanhada por fenômenos econômicos que incentivaram a vinda de estrangeiros, quais sejam, o processo de privatização, que