

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 41 | p. 14 | Jul / 2008
DTR\2008\393

Ernane Galvêas

Economista. Ex-ministro da Fazenda e ex-presidente do Banco Central do Brasil.

Área do Direito: Comercial/Empresarial

Resumo: O ensaio explica, historicamente, os motivos que levaram ao surto da industrialização e o desenvolvimento da economia brasileira, sem que houvesse um mercado de capitais no Brasil. O autor estrutura o texto cronologicamente, partindo da década de 1845 até os dias de hoje.

Palavras-chave: Desenvolvimento econômico - Financiamento - Bolsa de valores - Mercado de capitais - Investimentos industriais - Capitais estrangeiros

Abstract: The essay below explains, historically, the facts that have caused the bout of the industrialization and the development of the Brazilian economy that occurred, in Brazil, without a capital market. The author organized the text chronologically, starting from 1845 decade until the present.

Keywords: Economic development - Financing - Stock Exchange - Capital Market - Industrial investments - Foreign funds

Sumário:

1.Introdução - 2.Histórico

1. Introdução

Não é preciso ser economista para convencer-se de que o desenvolvimento econômico tem no seu financiamento o instrumento fundamental. Daí, pergunta-se: como foi possível o surto de industrialização e desenvolvimento alcançado pelo Brasil, a partir dos anos 30 se, em verdade, não havia um mercado de capitais no Brasil?

A resposta não é simples e tem muito a ver com a nossa História, digamos a começar na década de 1845, quando se fundou a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e realizou-se a primeira experiência importante com a venda de ações, que terminou, melancolicamente, em 1864, com a quebra do Banco Souto.

Nos períodos de 1930 a, praticamente, 1960, não havia um mercado de capitais no Brasil. A economia se baseava, principalmente, na agricultura e na exportação de produtos primários e o financiamento dessas atividades não requeria instrumentos muito sofisticados. Praticamente, tanto a agricultura como as exportações eram financiadas pela Carteira de Crédito Agrícola do Banco do Brasil (Craei) ou através da negociação dos contratos de câmbio.

Não havia espaço para financiamento de longo prazo, no mercado interno. Os grandes empreendimentos de então, como ferrovias, portos, energia elétrica e telefonia eram conduzidos por empresas estrangeiras, com capitais levantados no mercado inglês.

As primeiras manifestações duradouras de formação de um mercado de capitais, no Brasil, começaram com o lançamento das Letras de Câmbio, que financiavam a venda de bens de consumo duráveis, um mercado que surgiu após a 2ª Guerra Mundial e ganhou força a partir dos anos 60. Naquela época, em torno de 1946, surgiram as primeiras Sociedades Financeiras.

A princípio, as Sociedades Financeiras encontraram um obstáculo na chamada Lei da Usura (Dec.-lei 22.626/33), que limitava drasticamente as taxas de juros comerciais a 12% ao ano, um nível de remuneração que, geralmente, ficava abaixo da inflação. A inteligente solução para esse problema foi dada em 1959, através da Portaria 309, de 30 de novembro, que regulou a criação e o funcionamento das SCFIs, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, e permitiu a venda de Letras de Câmbio com *deságio*, uma alternativa que escapava às limitações da Lei de Usura. O mercado financeiro e de capitais ganhou extraordinário impulso e, desde então, vem passando por sucessivas fases de modernização e expansão.

Interessante observar que até o início dos anos 60, as ações e cautelas de ações ainda eram assinadas de próprio punho, como acontecia com o papel moeda, na década anterior. A assinatura mecanizada das ações só foi autorizada quando o mercado ganhou, realmente, maior expressão.

Esclareça-se, entretanto, que após a moratória da dívida externa, na grande depressão dos anos trinta, os financiamentos externos praticamente desapareceram, para os grandes projetos. E só voltaram a aparecer com a criação do Banco Mundial (Bird), em 1944, que passou, então, a ser o grande financiador dos projetos de infra-estrutura. Em 1962, foi criado o BID (Banco Interamericano para o Desenvolvimento), complementando a ação do Banco Mundial, porém, ambos, voltados exclusivamente para o financiamento de projetos estatais.

No mercado interno, até os anos 60, os projetos de investimentos industriais continuaram na dependência dos financiamentos da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (Craei), do Banco do Brasil, e, mais tarde, do BNDE, criado no Governo Getúlio Vargas, em 1952.

No final dos anos 60, ocorreu a retomada dos fluxos de capitais estrangeiros através da formação de sindicatos de grandes bancos estrangeiros, cujos recursos, a princípio, se destinavam somente aos governos e às entidades públicas, mas, pouco a pouco, passaram também a contemplar numerosas empresas privadas.

2. Histórico

Define-se o mercado de capitais, sucintamente, como o segmento do mercado financeiro onde se realizam as operações de compra e venda de títulos, destinados ao levantamento de recursos, a médio ou longo prazo, para empréstimos ou capitalização. Nele operam instituições financeiras (privadas ou públicas), cujo funcionamento e fiscalização obedecem a normas emanadas de órgãos oficiais, que as prescrevem atendendo a princípios gerais da política econômico-financeira do Governo e defesa dos interesses das partes envolvidas nas transações do mercado. Existem, portanto, instituições operativas e/ou normativas.

Pela cronologia dos fatos indicados a seguir, nos parece que seria apropriado admitir a existência de um mercado de capitais em formação, no Brasil, a partir do século XIX: da criação em 1808, do Banco do Brasil, que se capitalizou com o lançamento de ações no Brasil e em Angola; fundação da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em 1845, e a de São Paulo, em 1890; constituição de empresas dos mais diversos ramos de atividades, sob a forma de sociedades anônimas, com oferta de ações ao público, inclusive mediante anúncios em jornais, principalmente a partir de 1850; funcionamento das sociedades de crédito real, desde janeiro de 1890.

Quanto aos órgãos normativos, devemos assinalar a criação, em 1920, da Inspeção Geral dos Bancos, que funcionou até 1945. Todavia, já por essa época discutia-se a necessidade de um órgão com maior campo de ação e poderes para controlar o mercado financeiro. Vale ressaltar que, em novembro de 1943, o I Congresso Brasileiro de Economia, promovido pela Associação Comercial do Rio de Janeiro, reconheceu a "necessidade de uma organização bancária central, capaz de orientar e de dar execução à política monetária e de crédito apropriada para a vida econômica da Nação" e, para tanto, recomendou que "enquanto não for oportuna a criação de um Banco Central", seria adequado "instituir um organismo destinado a dirigir temporariamente a política monetária e de crédito, e preparar os elementos da organização do Banco Central". Esta recomendação trazia novamente à discussão a antiga sugestão contida no Relatório de 1931, apresentado pelo consultor inglês Otto Niemeyer ao Governo brasileiro.

O organismo transitório, proposto pelo histórico Congresso, tornou-se realidade a partir da promulgação da Lei 7.293, de 02.02.1945, instituindo a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc).

O mercado de capitais manteve-se emperrado, durante a primeira metade do século XX, pois não foi possível acompanhar as modificações nos financiamentos ao setor privado, derivadas tanto em termos quantitativos, do crescimento macroeconômico do País, como qualitativos, em consequência da diversificação da estrutura da produção industrial brasileira. Já na segunda metade do século, no pós-guerra, ocorreu maciça oferta de bens de consumo duráveis, como, por exemplo, dos produtos da indústria eletroeletrônica e automotiva, cujas vendas aos consumidores, normalmente feitas em prestações, requeriam prazos de pagamento dilatados. Criou-se, assim, um desajuste entre a

demanda de bens e a oferta de fundos de médio e longo prazos.

Naquela conjuntura, dois outros fatores persistiam para dificultar, quando não impedir, a possibilidade de o setor financeiro atender a procura global de crédito. De um lado, o Dec. 22.626, de 07.04.1933 (cognominado Lei da Usura), revivendo velhas doutrinas medievais, engessou a oferta de crédito, ao estabelecer que a taxa de juros (que é notório depender de situações conjunturais de natureza real e/ou monetária, nacionais e/ou internacionais), não poderia exceder a 12%, ou seja, o dobro da taxa legal fixada no Código Civil de 1916 (LGL\1916\1) (art. 1.062 do CC/1916 (LGL\1916\1)). Ao mesmo tempo, a aceleração do ritmo do processo inflacionário, com a redução do poder aquisitivo da moeda, exerceu forte pressão sobre as taxas de juros, inviabilizando operações de crédito às taxas legais, principalmente, no mercado de capitais, onde os prazos de pagamento são mais dilatados.

Diante dessa situação, os dispositivos legais começaram a ser ignorados, utilizando as instituições financeiras o recurso de empréstimos mediante notas promissórias, em geral, a prazo de 6 a 9 meses, com garantia de aval bancário. As notas promissórias eram transacionadas na base de desconto sobre o valor nominal, variável de acordo com as condições do mercado. Por outro lado, podiam ser usadas letras de câmbio sacadas pelos mutuários e aceitas pelas instituições de financiamento, que as vendiam no mercado, com deságio, geralmente através das companhias distribuidoras, criadas com essa finalidade.

Segundo Luiz Cabral de Menezes, famoso corretor de câmbio e de valores mobiliários, "a pressão da Sumoc e a legislação proibitiva que se seguiu fizeram com que os bancos fundassem suas próprias sociedades de crédito, financiamento e investimento, sendo que a parte de investimentos nunca teve de condições de prosperar". Essas instituições financeiras, que funcionavam desde 1946, foram regulamentadas pela Portaria 309, de 30.11.1959, do Ministro da Fazenda, e Circulares da Sumoc. Posteriormente, sobrevieram novas normas, submetendo-as ao Conselho Monetário Nacional. O crédito direto ao consumidor passou a ser regulado pela Resolução 45, de 30.12.1966, e teve nova regulamentação com a Portaria 56, de 22.05.1967.

Ao iniciar-se a década dos anos sessenta, existiam em funcionamento no Brasil 70 financeiras (sociedades de crédito, financiamento e investimento), que emprestaram 98 milhões de cruzeiros (a preços de 1966), correspondentes a 1,6% do crédito concedido ao setor privado pelos bancos comerciais. Significativo foi o aumento dos empréstimos, em 1962, pois apesar de o número de instituições crescer no biênio 1961/1962 em apenas 19 unidades, os empréstimos elevaram-se cerca de 140%. Em 1966, quando maior foi o número dessas sociedades (291), os empréstimos concedidos somaram 723 milhões de cruzeiros, e o percentual em relação ao crédito bancário chegou a 16,4%. No ano seguinte, diminuiu o número de sociedades em operação (254), muito embora o valor dos empréstimos aumentasse para CR\$ 1.132 milhões, representando 19,4% dos empréstimos bancários ao setor privado.

Acentuou-se o desequilíbrio entre as estruturas do sistema produtivo e do sistema financeiro, para concessão de empréstimos a longo prazo para os novos produtos fabricados no País, resultado em grande parte do plano de desenvolvimento do Presidente Juscelino Kubistchek. Paralelamente, desde o governo anterior, já eram grandes as preocupações quanto às necessidades de pesados investimentos em infra-estrutura, principalmente transportes e energia elétrica. A fim de proporcionar os recursos necessários à expansão desses setores, a Lei 1.628, de 20.06.1952, criou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico - BNDE.

As dificuldades enfrentadas pelas instituições financeiras no mercado de capitais perduraram até 1964, a partir de quando foram sancionadas novas leis disciplinando o mercado financeiro nacional, assim como o mercado de capitais.

No governo do Marechal Humberto Castelo Branco, com Roberto Campos, no Ministério do Planejamento e Octávio Gouvêa de Bulhões, no Ministério da Fazenda, foram criados vários mecanismos destinados a neutralizar os efeitos da perda de poder de compra da moeda, adotando-se o princípio da correção monetária, pela qual os débitos fiscais ou contratuais poderiam ter seus valores reajustados consoante o aumento dos índices de preços. De início, a Lei 4.357, de 10.07.1964, reservou o sistema de correção monetária apenas para os débitos fiscais e as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN).

Um mês depois, a Lei 4.380, de 21.08.1964, criou o Banco Nacional da Habitação e, com ele, o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), substituindo a estabilidade de emprego por uma contribuição dos empregadores na base de 8% do valor da folha de salários, cujos recursos seriam destinados ao financiamento da casa própria. Ao mesmo tempo, autorizou a abertura das Cadernetas de Poupanças, para receber depósitos de poupança, gozando de vantagens fiscais e, tal como, os empréstimos para construção de casas, garantidos contra a desvalorização monetária, mediante indexação idêntica à das ORTN.

Da maior importância, a Lei 4.595, de 31.12.1964, promoveu a Reforma do Sistema Bancário, criou o Conselho Monetário Nacional, destinado a traçar a política monetária do Governo, e instituiu o Banco Central do Brasil, substituindo a Sumoc, em suas funções normativas.

Faltava, porém, legislação específica para reestruturar o mercado de capitais, que experimentava grande expansão, contribuindo para o chamado "milagre brasileiro", expressão bem característica da fase de prosperidade que o Brasil atravessou praticamente de 1964 a 1979, especialmente de 1967 a 1974. Coube à Lei 4.728, de 14.07.1965, oferecer novos rumos ao Mercado de Capitais. Com o propósito de incentivar e mobilizar poupanças para financiar o desenvolvimento econômico, a nova lei permitiu ao sistema financeiro operar com vários tipos de títulos e depósitos, alguns novos, todos também protegidos contra a desvalorização da moeda. Destarte, foram regulamentados os depósitos e os certificados de depósitos a prazo (CDBs), as letras de câmbio e o uso da correção monetária nos empréstimos.

Em 1966, foram fundados os primeiros bancos de investimentos privados, com o propósito de dirigir poupanças para financiar o capital fixo de empresas privadas e criar condições para que tais empresas pudessem capitalizar-se, mediante o lançamento de ações. Data daquela época a diminuição do papel das companhias financeiras. Em 21.05.1967, a Resolução 63, do Conselho Monetário, permitiu a contratação por empresas ou bancos de investimentos de empréstimos no exterior, para financiamento de capital fixo ou mesmo capital de giro, criando nova fonte de recursos a juros internacionais, estimulando a entrada de capitais no País.

O mercado de capitais, com aplicações em valores mobiliários, também experimentou sensível expansão, a partir da promulgação de leis que regulamentaram os incentivos para investimentos de parcelas do Imposto sobre a Renda em empresas implantadas em regiões de menor desenvolvimento econômico, especialmente no Nordeste (Sudene) e na Amazônia (Sudam), em setores selecionados da economia e na aquisição de quotas de fundos de investimentos em ações de companhias de capital aberto, de acordo com o Dec.-lei 157, de 01.02.1967.

A expansão do mercado de ações chegou a transformar-se em um "boom" especulativo, que terminou com sensível queda nas cotações das ações, em 1971, acompanhada de forte recessão no mercado de títulos, que só veio a recuperar-se a partir de 1975. Em anos mais recentes, o mercado acionário brasileiro passou por profundas alterações, como reflexo do processo de globalização da economia internacional. As operações nas Bolsas passaram a ser influenciadas pelo comportamento das Bolsas de outros países, uma vez que títulos de empresas brasileiras nelas passaram a ser negociados, refletindo na Bolsa de Valores de São Paulo flutuações ocorridas no exterior. Ao mesmo tempo, aumentaram os investimentos estrangeiros em ações negociadas no Brasil, assim como a volatilidade desses investimentos, decorrentes de flutuações conjunturais em outros países.

Em 07.12.1976, a Lei 6.385 instituiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), vinculada ao Ministério da Fazenda, com a finalidade, de disciplinar e fiscalizar atividades próprias do mercado mobiliário, estimular a poupança e suas aplicações, protegendo os investidores contra emissões irregulares de títulos, atos ilegais de administradores ou acionistas controladores, assim como evitar fraudes e manipulações de mercado. No mesmo mês, a Lei 6.404 reformulou a legislação sobre as Sociedades Anônimas, que vigorava desde 1940.

Em 1972, o documento básico sobre o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, elaborado para a III Conferência Nacional das Classes Produtoras, ressaltou o clima de otimismo que permeava a economia do País, assinalando que "atualmente o empresário brasileiro, quer esteja ele no setor produtivo ou no setor de comercialização, está consciente do êxito alcançado pelo Governo em sua política de redução da taxa de inflação e espera, para os próximos anos, uma elevação de preços cada vez menor". Realmente, o índice de preços por atacado, após ter alcançado o incremento de 84,5%, em 1964, caiu para cerca de 15%, no período de 1972 a 1973. Hoje, as

expectativas favoráveis desvaneceram-se diante do primeiro choque do petróleo, cujos preços em alta (de US\$ 2 por US\$ 10/barril), provocaram um déficit na balança comercial brasileira de US\$ 4,9 bilhões em 1974, quando em 1972 fora de apenas US\$ 241,1 milhões.

Em 1979, ocorreu o segundo choque do petróleo, que durou até 1984, praticamente, tendo o preço do barril alcançado US\$ 36, em 1982. Aos problemas causados pela alta do preço do petróleo, somou-se o choque dos juros no mercado financeiro internacional e a baixa das cotações dos produtos exportados pelo Brasil, gerando maior pressão sobre o balanço de pagamentos e aumento das taxas de juros no mercado interno. Agravou-se, sobremaneira, a situação econômica do País, diante da necessidade de obtenção de recursos para cobrir o desequilíbrio do balanço de pagamentos, o que foi propiciado pela maior liquidez internacional dos *petrodólares*. Em consequência, elevou-se o endividamento externo do País e recrudescceu o processo inflacionário, reduzindo-se o ritmo de crescimento da economia, ao longo de todo o período da chamada "década perdida dos anos 80", para a qual contribuiu a moratória unilateral decretada em 1986. Naquele ano, pela Lei 2.291, de 21 de novembro, foi extinto o Banco Nacional da Habitação, cujas funções passaram a ser exercidas pela Caixa Econômica Federal.

Em 1988, ocorreu a implantação dos bancos múltiplos, englobando operações ativas e passivas típicas de várias instituições financeiras, inclusive pertencentes ao segmento do mercado de capitais, desde que mantivessem obrigatoriamente separadas carteira comercial e/ou de investimentos. As operações típicas dos bancos de desenvolvimento ficaram, entretanto, reservadas aos bancos públicos. Atualmente, para um total de 134 bancos múltiplos, existem 20 bancos comerciais e 17 bancos de investimentos.

Em 1990, a taxa de inflação chegou a atingir mais de 1.800% ao ano. Coube ao governo do Presidente Collor, que sucedeu o Presidente Sarney, enfrentar a conjuntura hiper-inflacionária em que o País havia mergulhado, o que se fez através de medidas coercitivas, que atingiram profundamente o mercado de capitais e o segmento de poupanças, com o congelamento dos depósitos bancários. Essas medidas abalaram a credibilidade do Sistema Financeiro Nacional e, praticamente, paralisaram o mercado de capitais.

O explosivo sistema generalizado de indexação de todos os valores e contratos, iniciado, auspiciosamente, em 1964, acabou totalmente descontrolado, e levou a inflação a 2.700%, em 2003, no Governo Itamar Franco. A partir de março de 2004 até 30 de junho, o Governo criou um novo denominador comum de valores, uma espécie nova de moeda denominada Unidade Real de Valores (URV) e, a partir de 1.º de julho, substituiu o Cruzeiro Real pelo Real (CR\$ 2,750=R\$ 1,00), decretando o congelamento de todos os preços relativos, pelo prazo de um ano.

Punha-se, assim, em marcha o Plano Real, que acabou com o sistema generalizado de indexação (correção monetária) e teve o mérito extraordinário de apagar a "memória inflacionária" e livrar o País da síndrome de hiperinflação. Entretanto, a fixação da taxa de câmbio sobrevalorizada, utilizada como âncora da política de controle da inflação, foi um verdadeiro desastre para o balanço de pagamentos externo.

Em janeiro de 1999, explodiu uma séria crise cambial, o mercado "tomou o freio nos dentes" e promoveu uma substancial desvalorização do Real, corrigindo grande parte do desequilíbrio. A partir daí, com taxa de câmbio flutuante, o Banco Central adotou a estratégia das "metas de inflação" e concentrou toda a política monetária na fixação de altas taxas básicas de juros (Selic).

O atual governo, que tomou posse em 01.01.2003, manteve, em linhas gerais, a política monetária anterior e a inflação continuou sob controle, apesar do desregramento dos gastos públicos. A conjuntura de forte expansão do comércio internacional, influenciada pelo extraordinário crescimento da China, tem concorrido para a prosperidade da economia brasileira, apesar das elevadas taxas de juros, da crescente dívida interna e das sombras que surgiram no horizonte da economia mundial, a partir da crise do setor imobiliário americano.

Este panorama do comportamento histórico do mercado de capitais do Brasil demonstra que as profundas modificações, a partir de 1964, introduzidas no setor financeiro e, especificamente, no mercado de capitais, concorreram para que este se consolidasse nos vários segmentos em que se dividiu, para adaptar-se às modificações que a economia brasileira experimentou desde então. Isto deu suficiente solidez ao mercado para suportar a virulência das crises que atingiram o Brasil, no final do século passado, e representa, hoje, um dos fatores mais importantes na retomada de

crescimento econômico.

Em 2007, as emissões primárias de ações e debêntures registradas na CVM alcançaram R\$ 80 bilhões, comparados com R\$ 16 milhões emitidos em 2004. O número e a variedade de empresas registradas, hoje, na Bovespa, não só consolidaram o mercado de capitais, como estão imprimindo amplo sentido de democratização ao capitalismo, no Brasil.