

Maria Cristina Penido de Freitas
ORGANIZADORA

ABERTURA DO SISTEMA

FINANCEIRO NO BRASIL

NOS ANOS 90

ipea

 **FAPESP**

ESCOLAS *fundap*

Maria Cristina Penido de Freitas
Organizadora

ABERTURA DO SISTEMA FINANCEIRO NO BRASIL NOS ANOS 90

Daniela Magalhães Prates
Marcos Antonio Macedo Cintra
Maria Cristina Penido de Freitas

Esta publicação é uma co-edição

 **FAPESP**

ipea

EDIÇÕES
fundap



**GOVERNO DO ESTADO
DE SÃO PAULO**

**Governador do Estado
Mário Covas**

**Secretário do Governo e Gestão Estratégica
Antonio Angarita**

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO

**Diretor Executivo
Esdras Borges Costa**

**Diretor de Economia do Setor Público
Rui de Britto Álvares Affonso**

Coordenador da Área de Política Econômica e Estudos Financeiros

Plínio Soares de Arruda Sampaio Jr.

Coordenadora Técnica da Pesquisa

Maria Cristina Penido de Freitas

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Centro de Documentação da Fundap, SP, Brasil)**

Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90 / Maria Cristina Penido de Freitas organizadora ; Daniela Magalhães Prates, Marcos Antonio Macedo Cintra, Maria Cristina Penido de Freitas. – São Paulo : Fundap : Fapesp ; Brasília : Ipea, 1999.
205 p.

ISBN 85-7285-078-3

1. Sistema financeiro. 2. Instituição financeira. 3. Investimento. 4. Mercado de capitais. I. Freitas, Maria Cristina Penido de. II. Prates, Daniela Magalhães. III. Cintra, Marcos Antonio Macedo. IV. Fundação do Desenvolvimento Administrativo – Fundap. V. Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo. VI. Ipea.

**CDD – 332.6
332.1
332.0412**

**Coordenação Editorial
Beatriz LeFevre**

**Capa
Cristina Penz**

**Edição de Texto e Revisão
João Batista Vaz
Maria Eloisa Pires Tavares
Vera Carvalho Zangari Tavares**

**Editoração Eletrônica
Julia Y. Kurose**

**Produção Editorial
Newton Sodré**

**Gerência de Apoio Técnico
Cristina Penz**

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO, 5

NOTA DA ORGANIZADORA, 7

METODOLOGIA UTILIZADA NA PESQUISA, 9

SOBRE OS AUTORES, 15

**INVESTIMENTOS DE PORTFÓLIO NO MERCADO FINANCEIRO
DOMÉSTICO, 17**

Daniela Magalhães Prates

**EMISSÕES BRASILEIRAS NO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL
NOS ANOS 90, 61**

Daniela Magalhães Prates
Maria Cristina Penido de Freitas

**ABERTURA DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO AO CAPITAL
ESTRANGEIRO, 101**

Maria Cristina Penido de Freitas

**NEGOCIAÇÕES MULTILATERAIS E REGIONAIS SOBRE SERVIÇOS FINANCEIROS E
SEU IMPACTO DOMÉSTICO, 174**

Marcos Antonio Macedo Cintra

APRESENTAÇÃO

RUI DE BRITTO ÁLVARES AFFONSO

DIRETOR DE ECONOMIA DO SETOR PÚBLICO, DA FUNDAP

Este livro originou-se de pesquisa elaborada pela Fundap em parceria com o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), do Ministério de Planejamento e Orçamento, com objetivo de avaliar a abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90, considerando-se três eixos principais: os investimentos estrangeiros de portfólio via Anexo IV; a emissão de títulos no exterior; e a entrada de capital estrangeiro no sistema bancário brasileiro.

A pesquisa foi coordenada por Maria Cristina Penido de Freitas e conduzida por ela, por Daniela Magalhães Prates e por Marcos Antonio Macedo Cintra, que realizaram levantamento de dados quantitativos e qualitativos minucioso, análises bem desenvolvidas e textos bem estruturados, com qualidade para publicação.

O livro que ora trazemos a público, organizado por Maria Cristina Penido de Freitas, contou com o competente trabalho de edição de João Vaz, Maria Eloisa Pires Tavares e Vera Carvalho Zangari Tavares. Uma vez mais contamos com o apoio financeiro da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp) para a publicação dos trabalhos realizados pela Fundap.

NOTA DA ORGANIZADORA

MARIA CRISTINA PENIDO DE FREITAS

*P*ara a realização do estudo que deu origem a este livro, foram efetuadas pesquisas diretas e entrevistas qualitativas em entidades governamentais, federações de bancos e instituições financeiras privadas (ver, a seguir, *Metodologia utilizada na pesquisa*). Também foram utilizados dados e informações disponíveis nas publicações do Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), em revistas especializadas e no Sistema de Informações do Banco Central (Sisbacen).

Na elaboração deste estudo, atuaram como consultores Maria Cecília Rossi e Luís Afonso Simoens, interlocutores atentos e críticos, que apontaram problemas e apresentaram soluções. A eles, especiais agradecimentos.

Este livro compõe-se de quatro artigos. No primeiro, de autoria de Daniela Magalhães Prates, são avaliados os impactos dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro brasileiro. Após breve retrospectiva sobre as alterações realizadas no marco regulatório, analisam-se os procedimentos de registro e operacionalidade do Anexo IV, a principal modalidade de investimento de portfólio estrangeiro no país. Na seqüência, examinam-se a evolução quantitativa desses fluxos de capital externo, o perfil dos investidores estrangeiros e as conseqüências da participação desses investidores nas bolsas de valores – em termos da diversificação dos instrumentos financeiros, do volume das transações e do nível de capitalização do mercado – e no mercado primário de ações.

No segundo artigo, Daniela Magalhães Prates e Maria Cristina Penido de Freitas analisam a ampliação da abertura financeira em termos de diversificação das modalidades de captação de recursos externos e seus impactos sobre o mercado de crédito doméstico. Examinam os principais instrumentos, com destaque para a montagem e a operacionalidade dos programas de emissão de *Depositary Receipts* e o conflito potencial entre esses instrumentos e os investimentos no mercado acionário brasileiro via Anexo IV. Discutem, ainda, o papel desempenhado pelos bancos na captação dos recursos externos enquanto subscritores e garantidores nas emissões de títulos de dívida direta ou de ações no exterior pelas empresas residentes.

O terceiro artigo, de autoria de Maria Cristina Penido de Freitas, está centrado na análise da maior presença dos bancos estrangeiros no sistema financeiro nacional. Tendo como ponto de partida a discussão dos determinantes externos e internos desse processo, a autora examina os prós e os contras da política de abertura implementada pelas autoridades econômicas. Em seguida, avalia os efeitos do aumento da participação estrangeira no mercado bancário doméstico no período compreendido entre agosto de 1995 e setembro de 1998, com ênfase nos impactos sobre a estrutura do sistema bancário.

No quarto artigo, Marcos Antonio Macedo Cintra efetua acurado exame da participação brasileira nas diferentes instâncias de negociações multilaterais e regionais sobre a liberalização dos serviços financeiros, quais sejam o Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços (Gats) – *General Agreement on Trade in Services* –, o Mercado Comum do Sul (Mercosul) e a Área de Livre Comércio das Américas (Alca).

Este trabalho contou com a colaboração de várias pessoas. Em particular, agradeço os comentários e as sugestões de Carlos Eduardo Carvalho, José Carlos de Souza Braga, Josué Pellegrini e Plínio Soares de Arruda Sampaio Júnior, o auxílio de Octávio de Barros nos contatos iniciais com as instituições financeiras estrangeiras, o suporte administrativo dado por Ana Sílvia Montrezol e a assistência de informática fornecida por Noemi Rodrigues da Costa. A transformação da pesquisa em livro não seria possível sem o patrocínio da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp) e o trabalho dedicado da equipe de editoração da Fundap.

Gostaria de registrar, também, os agradecimentos aos participantes do seminário de avaliação, no Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) em Brasília, do relatório de pesquisa que originou este livro. Em especial, agradeço a leitura atenta e os comentários de Carlos Von Dollinger, Tomás Bruginisky de Paula, Paulo Roberto de Almeida, Orlando Carneiro de Matos, Carlos Frausino e Fernando Pimentel Puga.

Cabe ressaltar, por fim, que erros e omissões são de inteira responsabilidade dos autores e que as opiniões emitidas não exprimem necessariamente o ponto de vista da Fundap, do Ipea ou do Ministério de Planejamento e Orçamento.

METODOLOGIA UTILIZADA NA PESQUISA

Foram utilizados na pesquisa dados disponíveis nas publicações do Banco Central do Brasil, CVM, Bovespa, em revistas especializadas e no Sisbacen. Dados e informações foram obtidos nas entrevistas qualitativas realizadas em entidades governamentais, federações de bancos e instituições financeiras privadas, no período de janeiro a março de 1998.

Em relação às instituições financeiras privadas, a amostra foi selecionada tendo em vista os três temas centrais da pesquisa: investimentos estrangeiros de portfólio via Anexo IV; emissão de títulos no exterior; e abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro. Para cada tema pesquisado, utilizou-se critério específico para a seleção da amostra de instituições. No total, foram consultadas 43 entidades e, em alguns casos, diferentes áreas de uma mesma instituição.

Nas entrevistas sobre investimentos estrangeiros de portfólio via Anexo IV, foram contatados os doze principais administradores locais e realizadas entrevistas em oito instituições, responsáveis pela administração de mais de 60% dos recursos que ingressam no país. Além disso, foram coletadas informações na Superintendência de Relações com Investidores e na Gerência de Acompanhamento de Mercado, da CVM. Tentou-se realizar, também, entrevista na área de custódia da Bovespa (Calispa), mas a resposta foi negativa.

Em relação ao segundo tema pesquisado – emissão de títulos no exterior –, foram contatados os principais bancos líderes nas emissões de títulos latino-americanos, presentes no país. A amostra é significativa, pois foram realizadas entrevistas em dez

instituições, de um total de quatorze, a maioria bancos de investimento americanos e europeus. Também foi realizada entrevista no Departamento de Capital Estrangeiro do Banco Central (Firce), responsável pela fiscalização das operações de captação de recursos externos.

No caso das entrevistas relacionadas com o terceiro tema da pesquisa – ampliação da presença estrangeira no sistema bancário nacional –, foram contatados os presidentes e/ou vice-presidentes dos principais bancos estrangeiros presentes no Brasil e, também, dos principais bancos brasileiros, tanto de varejo, quanto de atacado. A amostra de bancos estrangeiros é mais significativa – seis entrevistas num total de nove instituições. Quanto aos bancos brasileiros, de um total de oito instituições, apenas quatro concederam entrevistas. Também foram realizadas entrevistas com o presidente da Federação Brasileira das Associações dos Bancos e com o da Associação Brasileira dos Bancos Internacionais e, ainda, com os responsáveis pelo Departamento de Organização do Sistema Financeiro, órgão do Banco Central.

ROTEIRO DAS ENTREVISTAS

As entrevistas basearam-se em três roteiros básicos, que buscaram abranger os três eixos da pesquisa, os quais eram adaptados dependendo das características específicas da instituição pesquisada. Os itens principais do roteiro estão apresentados a seguir.

INVESTIMENTOS VIA ANEXO IV

- Tipo de investidor: fundo de pensão, fundos mútuos, conta coletiva.
- Relação entre o grau de mobilidade das aplicações e o tipo de investidor.
- Comportamento dos investidores após a crise asiática, em outubro de 1997.
- Procedência: é possível identificar investidores brasileiros que operam de paraísos fiscais?
- Responsável pela definição das estratégias de gestão dos recursos.
- O que determina a composição do portfólio? Qual o interesse dos investidores por ações de segunda linha e por emissão primária? Existem setores prioritários?
- Competitividade das bolsas brasileiras em relação às principais bolsas internacionais quanto a: custos de listagem e negociação; tecnologia de negociação; *clearing* e custódia.
- Conflito entre lançamento de *American Depositary Receipts* e crescimento da liquidez doméstica.
- Avaliação do controle de risco existente sobre os derivativos negociados em bolsa no Brasil e no exterior.
- Avaliação dos procedimentos de registro do Anexo IV e dos controles sobre os fluxos de capitais existentes no Brasil.

CAPTAÇÃO DE RECURSOS NO EXTERIOR

- Como se dá a montagem da operação de emissão de títulos no exterior?
 - definição do sindicato de emissão;
 - estratégia de emissão: *book building* ou garantia firme;
 - colocação privada *versus* colocação pública: vantagens;
 - seleção e contatos com os investidores;
 - condições: comissões, prazos, juros, cláusulas contratuais (*put options; covenants*).
- Utilização de mecanismos de engenharia financeira na montagem dessas operações:
 - *swaps* de juros e/ou moeda;
 - instrumentos de *hedge finance*;
 - securitização de receitas de exportação;
 - escolha do *trust*, remuneração das *scrow accounts*;
 - necessidade de criação de uma *special purpose company*.
- Avaliação dos procedimentos de registro e controle das captações externas adotados pelo Banco Central.
- Operações de *American Depositary Receipts/Global Depositary Receipts*:
 - fatores que influenciam a escolha do tipo de *ADR*: demanda, divulgação de informações, adequação das normas contábeis;
 - impactos sobre as reservas;
 - profundidade do mercado de capitais americano explicaria a predominância, em termos de volume, dos *ADR* em comparação com os *GDR*?;
 - o banco líder atua também como depositário e custodiante?;
 - a emissão de *ADR/GDR* representa uma ameaça ao crescimento das bolsas de valores domésticas?

PERSPECTIVAS DE DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO E ESTRATÉGIAS DE ATUAÇÃO DOS BANCOS PRIVADOS

- Importância dos recursos externos no *fundings* da instituição.
- Sistema de avaliação de risco de crédito utilizado.
- Estratégias de expansão: aquisição de outros bancos, privatização de bancos públicos.
- Perspectivas institucionais:
 - áreas e clientes priorizados;
 - estratégias de expansão: aquisição de outros bancos, privatização de bancos públicos.
- Opinião sobre ampliar a participação dos bancos estrangeiros no Brasil em termos de contribuição à modernização e ao fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, no que se refere a:
 - competência operacional;

- tecnologias de controle e mensuração de risco;
 - redução de tarifas e *spread*;
 - melhoria na qualidade dos serviços.
- Impacto da entrada de novos competidores nas estratégias de concorrência adotadas.

RELAÇÃO DE INSTITUIÇÕES PESQUISADAS

BANCOS PRIVADOS

ABM-AMRO Bank

Fábio Barbosa – Presidente

A. Fernando L. Ribeiro – Diretor de Mercado de Capitais

Banco CCF Brasil

Bernard Mencier – Presidente do CCF

Laís Peres – *Manager*

Banco Garantia

Cláudio L. S. Haddad – Presidente

Banco Inter America Express

João Sayad – Presidente

Banco Itaú

Antônio Pedro – Diretor Comercial do *Private Bank*

Roberto Egydio Setúbal – Presidente

Banco Pactual

José Mário Osório – Responsável pela área de administração e custódia do Anexo IV

Guido Lemos – Corretor Premium para investimentos em ações

Banco Patrimônio (Salomon Brothers)

Marco Aurélio Barreto – *Capital Markets*

Banco Santander

Walter Shinomata – Diretor Executivo

Luciano Magalhães – Responsável pela área de gestão de recursos e custódia nacional e internacional

BankBoston

João Geraldo Ribeiro Filho – Diretor da área de *Foreign Investor Services*

João A. Pena Garcia – *Senior Economist*

BBA Creditanstalt S.A.

Pérsio Freire de Souza – Diretor de Mercado de Capitais
Marco Lockman

Bozano Simonsen

Geoffrey Langlands – *Managing Director*

Citibank

Roberto do Vale – Presidente
Aecto Pinto – Responsável pela área de custódia e administração local do Anexo IV
Alex Mainero – Diretor de *ADR*

Deutsche Bank

Sônia Maria de Sá – *Securities & Custody Services*
So Ron Yat Hung – *Head of Debt Capital Markets*

Excel-Econômico

Gilberto Nobre – Vice-presidente
Luís França – Diretor

HSBC Bamerindus

Luís Eduardo de Assis – Diretor de *Asset Management*

ING-Barings

João Miranda – *Senior Vice President*
Marcelo Naigeborin – *Senior Vice President Corporate Finance*

Merril Lynch

Élemer A. Suranyi – Vice-presidente

Morgan Stanley

Francisco Gros – Diretor Executivo

NationsBank do Brasil

André Baraké – *Managing Director & Head of Brazil Investment Banking*
Stefan Alexander – Diretor

Schroder Investment Management Brasil S.A.

Walter Mendes – Diretor

Unibanco

Joaquim Castro Neto – Presidente do Unibanco Varejo
Flávio Dânia – Diretor da área de *Sales*

Lloyds Bank

Lúcio de Moura – Diretor da *Corporate and Investment Banking Division*

ASSOCIAÇÕES E FEDERAÇÕES

Associação Brasileira de Bancos Internacionais (ABBI)
Bernard Mencier – Presidente

Federação Brasileira das Associações de Bancos (Febraban)
Roberto Egydio Setúbal – Presidente

ENTIDADES GOVERNAMENTAIS

Banco Central do Brasil

Antônio Martins da Cunha Filho – Chefe Adjunto do Departamento de Capitais Estrangeiros

Luiz Edson Feltrim – Chefe Adjunto do Departamento de Organização do Sistema Financeiro

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Ana Maria França M. Brito – Superintendente de Relações com Investidores
Waldir de Jesus Nobre – Gerente de Acompanhamento de Mercado

Ministério das Relações Exteriores

Paulo Roberto de Almeida – Divisão de Política Financeira e Desenvolvimento

Ministério da Fazenda

Mário Marconini – Secretário Adjunto da Secretaria de Assuntos Internacionais

SOBRE OS AUTORES

DANIELA MAGALHÃES PRATES é economista graduada pela Faculdade de Economia e Administração (FEA), da Universidade de São Paulo (USP), mestre em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e doutoranda nesse instituto. É técnica da Fundap, onde desenvolve atividades de pesquisa na área de sistema financeiro e setor externo brasileiros, e professora de economia internacional da Universidade Paulista (Unip). É autora, dentre outros, dos artigos 'A Abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais', *Revista de Economia Política*, e 'A Gestão dos fluxos de capitais na América Latina', *Leituras de Economia Política*.

MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA é doutor em economia pelo Instituto de Economia da Unicamp e técnico da Fundap, onde desenvolve atividades de pesquisa sobre o sistema financeiro internacional e o brasileiro. Publicou, dentre outros, os seguintes trabalhos: 'Représion financiera y patron de financiamento latinoamericano', *Revista de la Cepal*; 'O Circuito keynesiano de *finance*-investimento-*funding* nos países centrais e nos de inflação crônica', *Revista Ensaios FEE*; 'Os Mercados financeiros internacionais, a especulação cambial e os limites dos bancos centrais', *Revista do Iparides*; 'Dependência sem desenvolvimento', *Revista Novos Estudos*, Cebrap; 'Reestruturação institucional do sistema financeiro americano (1980/95)', *Revista Economia e Sociedade*, nº 10; e *Uma Visão crítica da teoria de repressão financeira*, Editora da Unicamp. É organizador e co-autor do livro *Transformações*

institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado, publicado em 1998 pelas Edições Fundap, com apoio da Fapesp.

MARIA CRISTINA PENIDO DE FREITAS é economista graduada pela Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, mestre em economia pelo Instituto de Economia da Unicamp e doutora em economia pela Université de Paris XIII (França). É técnica da Fundap, onde desenvolve, desde agosto de 1987, atividades de pesquisa na área de economia monetária e financeira. É autora, dentre outros, dos artigos 'O Sistema bancário face ao aparecimento da moeda eletrônica', *Revista São Paulo em Perspectiva*, 'Moeda endógena e passividade bancária: uma análise crítica da abordagem 'horizontalista' e da teoria do circuito monetário', *Revista de Economia Política*, e 'A Natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira', *Economia e Sociedade*. É organizadora e co-autora do livro *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*, publicado em 1998 pelas Edições Fundap, com apoio da Fapesp.

INVESTIMENTOS DE PORTFÓLIO NO MERCADO FINANCEIRO DOMÉSTICO

DANIELA MAGALHÃES PRATES

A dinâmica monetária e financeira internacional sofreu mudanças significativas a partir da década dos 80, dentre as quais se destacam o processo de globalização financeira, a expansão do mercado de dívida direta ante o mercado de crédito bancário, o aumento da participação dos investidores institucionais e o desenvolvimento do mercado de derivativos financeiros (Ferreira e Freitas, 1990).

Essas transformações tiveram como conseqüências o aumento significativo dos fluxos financeiros internacionais e mudanças em sua natureza. Os investimentos de portfólio – aquisição de títulos de renda fixa e ações – constituem, atualmente, o principal componente dos fluxos de capitais globais e daqueles direcionados aos países em desenvolvimento, ante os empréstimos bancários sindicalizados, que predominavam nos anos 70 (Gooptu, 1993; Baer, 1995).

A partir do final dos anos 80, os fluxos de portfólio foram direcionados, de forma crescente, para as economias latino-americanas, estimulados por um conjunto de fatores (Steiner, 1994). Alguns autores, dentre eles El-Erian (1992), enfatizam a importância dos fatores internos – os programas de estabilização e ajuste nos moldes recomendados pelos organismos multilaterais e os acordos de renegociação de dívida externa –, enquanto outros, como Calvo, Leiderman e Reinhart (1993), interpretam o ciclo recente de endividamento como determinado, em última instância, por fatores externos, especialmente a queda da taxa de juros e a recessão nos países centrais.

Os impactos da abertura financeira e da absorção de recursos externos sobre os sistemas financeiros latino-americanos não foram homogêneos e dependeram da interação de vários elementos. Além da composição dos fluxos de capitais (investimento direto ou de portfólio) e da estrutura dos sistemas financeiros domésticos, fator fundamental foi a resposta da política econômica a esses fluxos – que envolve tanto o grau de abertura financeira, quanto a gestão macroeconômica –, o que resultou em diferentes graus de receptividade ao ingresso de recursos externos (Prates, 1997).

O grau de abertura financeira de uma economia depende da facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico (Akyüz, 1993). Existem basicamente três níveis de abertura financeira. No primeiro nível, são permitidas as transações denominadas *inward transactions* – entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes –, transações essas que implicam ingresso de capitais. O segundo nível de abertura abrange as transações denominadas *outward transactions*, que envolvem, por um lado, a posse de ativos externos e a transferência de capital por parte de residentes e, por outro lado, a emissão de passivos e o endividamento de não-residentes no mercado doméstico. Nesse nível de abertura, existe total conversibilidade da conta capital. O terceiro nível de abertura refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à liberdade de posse e de relações de débito e crédito entre residentes em (ou denominados em) moeda estrangeira. Vale mencionar que não existe uma ordem hierárquica entre os três níveis de abertura. Um país pode manter restrições sobre os movimentos de capitais e, ao mesmo tempo, permitir transações realizadas em moeda estrangeira no espaço nacional.

A abertura financeira da economia brasileira na década dos 90 reduziu, de forma significativa, as barreiras até então existentes aos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico. A seguir, são analisadas as mudanças institucionais subjacentes a esse movimento e os impactos dos fluxos recentes de capitais sobre o mercado de capitais brasileiro. Convém mencionar que também foram ampliados, em menor intensidade, o segundo e o terceiro nível de abertura financeira.

Além desta breve introdução e da conclusão, este artigo divide-se em quatro partes. Na primeira parte, são descritas as mudanças no marco regulatório que ampliaram o acesso dos investidores estrangeiros ao mercado financeiro doméstico e os procedimentos operacionais e de registro da principal modalidade de investimento de portfólio no Brasil: o Anexo IV. Na segunda parte, examina-se a evolução quantitativa dos investimentos de portfólio estrangeiro. Na terceira parte, avalia-se o perfil dos investidores do Anexo IV. Na quarta parte, analisa-se o impacto da abertura financeira sobre o mercado acionário doméstico, tanto no segmento secundário – bolsas de valores –, quanto no primário.

MUDANÇAS NAS REGRAS DE ENTRADA DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS E PROCEDIMENTOS OPERACIONAIS E DE REGISTRO DO ANEXO IV

MARCO REGULATÓRIO

Como já mencionado, um dos eixos centrais da abertura financeira na década dos 90 foi a flexibilização das regras de entrada dos investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro, o que constitui uma dimensão das *inward transactions*. Essa flexibilização, no entanto, não implicou a abertura completa do mercado financeiro doméstico, tendo atingido, de forma heterogênea, os seus diversos segmentos – mercados monetário, de renda fixa e acionário. O segmento mais aberto ao ingresso de investidores estrangeiros foi o mercado acionário. Especificidade da abertura financeira do Brasil, em relação a outros países latino-americanos, é a proibição de depósitos em moeda estrangeira de residentes e não-residentes no sistema bancário local.

Há várias modalidades de investimento de portfólio estrangeiro no Brasil, que se diferenciam em relação ao tipo de instrumento utilizado (entrada direta ou mediante fundos de investimento), à composição da carteira (renda fixa e/ou variável) e ao segmento do mercado de câmbio pelo qual são realizadas (Quadro 1).

O primeiro passo rumo à abertura do mercado financeiro brasileiro na década dos 90 foi a criação – pela Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 1.832/91 – do Anexo IV à Resolução nº 1.289/87, a qual disciplina os investimentos estrangeiros em títulos e valores mobiliários de companhias abertas. Ao contrário dos demais anexos dessa Resolução, que exigem a constituição de sociedade ou fundo de investimento para o ingresso no país (ver Quadro 1), o Anexo IV não está sujeito a critérios de composição, capital mínimo inicial e período de permanência, e permite a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico, definidos como fundos de pensão, companhias de seguro, instituições financeiras estrangeiras, fundos de investimento constituídos no exterior etc. Essa definição ampla de investidor institucional inspira-se no conceito de ‘investidor qualificado’, da Regra 144A, que regulamenta as aplicações de grandes investidores nos mercados de balcão dos Estados Unidos. Dessa forma, o Anexo IV concede liberdade ao investidor na constituição das carteiras e garante seu enquadramento no Decreto nº 2.285, que isenta os investidores estrangeiros coletivos de tributação sobre os ganhos de capital em ações.

Como nos demais anexos, os investidores podem subscrever ações em caso de abertura de capital de empresa registrada em mercado de balcão ou em bolsa e no caso de chamada de capital de companhias abertas, desde que sua participação na empresa seja minoritária (Resolução do CMN nº 1.832/91, artigo 22). Se um investidor já possui participação acionária numa empresa residente, na modalidade de investimento estrangeiro direto, ele não pode adquirir o controle nem aumentar a participação via Anexo IV. A aquisição de ações ordinárias de bancos brasileiros por investidores estrangeiros é vetada pela legislação.¹

(1) Para maiores detalhes sobre a legislação referente ao ingresso de bancos estrangeiros no país, ver artigo *Abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro*, neste volume.

QUADRO 1
BRASIL
MODALIDADES DE INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO ESTRANGEIRO

MODALIDADE DE INVESTIMENTO

Anexo I

Sociedade de Investimento Capital Estrangeiro (Sice)

Resolução do CMN nº 1.289/87

Obs.: A Sice foi a primeira modalidade de investimento de portfólio estrangeiro no país, instituída em 1975, pelo Decreto-lei nº 1.401.

Mercado de Câmbio	Mercado de câmbio comercial.
Característica (a todos é vetado adquirir controle, o que só pode ser feito pela Lei nº 4.131/62)	Sociedade Anônima (S.A.) de capital autorizado constituída no Brasil, capital subscrito por Banco de Investimento (BI), Corretora de Títulos e Valores Mobiliários (CTVM) ou Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM), locais. Ações colocadas a investidores estrangeiros – Pessoa Física (PF) e Pessoa Jurídica (PJ) – em 180 dias. Valor do capital mínimo hoje irrisório, porque não atualizado.
Administração	Da S.A. pelo Conselho de Administração; da carteira, por BI, CTVM ou DTVM locais.
Composição	Mínimo de 50% em ações (inclusive ações sem voto de institucional financeiro) e debêntures conversíveis (não de setor público estatal ou <i>factoring</i> ; prazo mínimo de três anos sem amortização, <i>repactuação</i> ou resgate) de companhias abertas sob controle nacional privado.
Diversificação	Participação < 5% do capital votante de uma companhia. Participação < 20% do capital total de uma companhia Total de aplicação em valores mobiliários de um mesmo emitente < 10% do Patrimônio Líquido (não se aplica, se todos os acionistas forem investidores institucionais – Resolução do CMN nº 1.877/91)
Outros Ativos	– disponibilidade em conta corrente; – ações de companhias registradas em bolsa de valores, adquiridas em bolsa ou subscrição (inclusive ações sem voto de instituições financeiras); – debêntures conversíveis (não de setor público estatal ou <i>factoring</i> ; prazo mínimo de três anos sem amortização, <i>repactuação</i> ou resgate); – outros valores mobiliários de companhias abertas, respeitados os parênteses supra; – derivativos para <i>hedge</i> de posições a vista (velado rendimento predeterminado).
Tributação	Imposto de Renda (IR) sobre ganho de capital e dividendos: isento. IR sobre rendimentos auferidos (exceto dividendos): 15%. Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF): 0,2% nos câmbios de entrada e saída. Imposto sobre Operações Financeiras (IOF): 0%.

(continua)

QUADRO 1 (continuação)

BRASIL

MODALIDADES DE INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO ESTRANGEIRO

MODALIDADE DE INVESTIMENTO	
Anexo II Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro Resolução do CMN nº 1.289/87	
Mercado de Câmbio	Mercado de câmbio comercial.
Característica (a todos é vedado adquirir controle, o que só pode ser feito pela Lei nº 4.131/62)	Fundo aberto colocado a investidores estrangeiros (PF e PJ), fundos e entidades de investimento coletivo, no prazo de sessenta dias, prorrogáveis por igual período, com patrimônio inicial mínimo hoje irrisório, porque não atualizado.
Administração	Por BI, CTVM ou DTVM locais.
Composição	Mínimo de 70% em ações de companhias abertas (inclusive ações sem voto de instituições financeiras) adquiridas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado ou subscrição pública.
Diversificação	Participação < 5% do capital votante de uma companhia. Participação < 20% do capital total de uma companhia. Total de aplicação em valores mobiliários de um mesmo emitente < 10% do Patrimônio Líquido (não se aplica, se todos forem acionistas institucionais – Resolução do CMN nº 1.877/91).
Outros Ativos	Os mesmos do Anexo I.
Tributação	A mesma do Anexo I.

Anexo III Carteira de Investimento – Capital Estrangeiro Resolução do CMN nº 1.289/87	
Mercado de Câmbio	Mercado de câmbio comercial.
Característica (a todos é vedado adquirir controle, o que só pode ser feito pela Lei nº 4.131/62)	Fundo fechado listado em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado no país de origem. Recursos captados mediante distribuição pública e ingressados no país em noventa dias, capital inicial não inferior a US\$ 100 milhões.
Administração	Por BI, CTVM ou DTVM locais em conjunto com a instituição estrangeira.
Composição	Mínimo de 70% em ações de companhias abertas (inclusive ações sem voto de instituições financeiras) adquiridas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado ou subscrição pública.
Diversificação	Não há.
Outros Ativos	Os mesmos do Anexo I.
Tributação	A mesma do Anexo I.

(continua)

QUADRO 1 (continuação)

BRASIL

MODALIDADES DE INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO ESTRANGEIRO

MODALIDADE DE INVESTIMENTO	
Anexo IV Investimento Direto Institucional Estrangeiro Resolução do CMN nº 1.832/91	
Mercado de Câmbio	Mercado de câmbio comercial.
Característica (a todos é vedado adquirir controle, o que só pode ser feito pela Lei nº 4.131/62)	Carteira de valores mobiliários mantida no país por investidor institucional estrangeiro (instituições financeiras, seguradoras, fundos mútuos de investimentos e de pensão e outras entidades de investimento coletivo).
Administração	Por instituição credenciada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a administrar carteira.
Composição	Valores mobiliários de companhias abertas (inclusive ações sem voto de instituições financeiras) e debêntures conversíveis (não de setor público estatal ou <i>factoring</i> ; prazo mínimo de três anos sem amortização, repactuação ou resgate).
Diversificação	Não há
Outros Ativos	– disponibilidade em conta corrente; – derivativos para <i>hedge</i> de posição a vista (vedado rendimento predeterminado).
Tributação	A mesma do Anexo I.
Fundo de Privatização – Capital Estrangeiro Lei nº 8.031/90	
Mercado de Câmbio	Mercado de câmbio comercial.
Característica (a todos é vedado adquirir controle, o que só pode ser feito pela Lei nº 4.131/62)	Fundo destinado à aquisição de títulos e valores mobiliários emitidos por empresas em processo de desestatização, colocado a PF e PJ, fundos ou outras modalidades de investimento coletivo estrangeiro.
Administração	Por Bancos Múltiplos (BM), BI, CTVM e DTVM.
Composição	Ações de empresas desestatizadas, adquiridas no processo de desestatização e moedas de privatização – títulos da dívida agrária, Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND), debêntures da Siderúrgica Brasileira S.A. (Siderbrás), certificado de privatização e outros títulos e créditos representativos de securitização de dívidas do governo federal.
Diversificação	Não há.
Outros Ativos	Não há.
Tributação	IR sobre rendimentos auferidos nas aplicações: – renda variável: 10%; – renda fixa: 15%. IOF: 0%. CPMF: 0,2% nos câmbios de entrada e de saída

(continua)

QUADRO 1 (continuação)

BRASIL

MODALIDADES DE INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO ESTRANGEIRO

MODALIDADE DE INVESTIMENTO	
Fundo Renda Fixa – Capital Estrangeiro Resolução do CMN nº 2.034/93 (chamado de "Anexo VI")	
Mercado de Câmbio Característica (a todos é vetado adquirir controle, o que só pode ser feito pela Lei nº 4.131/62) Administração Composição Diversificação Outros Ativos Tributação	Mercado de câmbio comercial. Fundo aberto colocado a investidores estrangeiros (PJ) e investidores coletivos para investimento em ativos de renda fixa no país. Por BM, BI, CTVM e DTVM. Mínimo de 35% em títulos públicos de emissão do Tesouro nacional e/ou do Banco Central. 20% no máximo em títulos de renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras. Valores mobiliários de renda fixa e cotas de Fundo de Investimento Financeiro (FIF). Participação < 20% do patrimônio líquido em valores mobiliários de renda fixa de um emissor. Participação < 20% do patrimônio líquido em ações resultantes de conversão de debêntures. Participação < 15% do patrimônio líquido em margens de derivativos. Participação < de 5% do patrimônio líquido em prêmios de opções travadas. Operações em derivativos em bolsa de valores ou na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM & F). IR sobre rendimentos auferidos (exceto dividendos): 15%. CPMF: 0,2% nos câmbios de entrada e saída. IOF: 2%.
Fundo de Investimento em Empresas Emergentes – Capital Estrangeiro Resolução do CMN nº 2.247/96	
Mercado de Câmbio Característica (a todos é vetado adquirir controle, o que só pode ser feito pela Lei nº 4.131/62) Administração Composição Diversificação Outros Ativos Tributação	Mercado de câmbio comercial. Fundo fechado de duração definida (máximo de dez anos) destinado a investidores PF, PJ e coletivos estrangeiros para aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de empresas emergentes (patrimônio líquido inferior a cerca de R\$ 60 milhões). Prazo colocação: 180 dias. Por instituição credenciada pela CVM a administrar carteira. Mínimo de 75% em valores mobiliários de empresas emergentes. Não há. Cotas de FIF, ou títulos de renda fixa, ou valores mobiliários de companhias abertas (inclusive ações sem voto de instituição financeira) adquiridas em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado. IR sobre ganho de capital e dividendos: isento; IR sobre rendimento auferido (exceto dividendos): 15%. IOF: 0% a partir do primeiro ano de constituição regular do fundo. IOF punitivo sobre câmbio de saída: 10% no caso de fundos ainda não constituídos ou que não estejam em funcionamento regular; 5% no caso de saída antes de o fundo ter completado um ano. CPMF : 0,2% nos câmbios de entrada e saída; IOF: 0%.

(continua)

QUADRO 1 (continuação)

BRASIL

MODALIDADES DE INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO ESTRANGEIRO

MODALIDADE DE INVESTIMENTO	
Fundo de Investimento Imobiliário Resolução do CMN nº 2.248/96	
Mercado de Câmbio	Mercado de câmbio comercial.
Característica (a todos é vedado adquirir controle, o que só pode ser feito pela Lei nº 4.131/62)	Aplicações de PF, PJ, fundos ou outras entidades de investimento coletivo estrangeiros em Fundos de Investimento Imobiliário (FII) constituídos no país.
Administração	Por instituição credenciada pela CVM a administrar carteira.
Composição	Investimentos em empreendimentos imobiliários (incorporação, construção, arrendamento, locação, compra e venda).
Diversificação	Não há.
Outros Ativos	Até 25% do patrimônio líquido podem ser aplicados em ativos de renda fixa.
Tributação	IR sobre rendimentos auferidos: 10%. IOF: 0% a partir do primeiro ano de constituição regular do fundo. IOF punitivo sobre câmbio de saída: 10% no caso de fundos ainda não constituídos ou que não estejam em funcionamento regular; 5% no caso de saída antes de o fundo ter completado um ano. CPMF: 0,2% em câmbio de entrada e saída.
Conta de Não-residentes Circular do Banco Central nº 2.677/96	
Mercado de Câmbio	Mercado de câmbio flutuante.
Característica (a todos é vedado adquirir controle, o que só pode ser feito pela Lei nº 4.131/62)	Constituição por PF ou PJ estrangeira de disponibilidade no país, em banco autorizado a operar câmbio no mercado de taxas flutuantes, por parte de não-residentes, para fins de pagamento, aplicações em renda fixa, renda variável, derivativos etc.
Administração	Não há.
Composição	Não há.
Diversificação	Não há.
Outros Ativos	-
Tributação	IR sobre rendimentos auferidos em aplicações: - renda variável: 10%; - renda fixa: 15%. CPMF: 0,2% nos câmbios de entrada e demais movimentações. IOF: 2%.

Fontes: CMN (várias resoluções), Andima (1997a) e Bovespa (1996).

As principais regras do Anexo IV, que se tornou a principal modalidade de entrada de investimento de portfólio estrangeiro no país, estão consolidadas no Quadro 2, a seguir.

QUADRO 2
BRASIL
REGRAS DO ANEXO IV

TIPO DE INVESTIDOR
<ul style="list-style-type: none"> – Bancos comerciais e de investimentos, associação de poupança e empréstimo, custodiantes globais e instituições similares, reguladas por autoridade governamental competente. – Companhias seguradoras, com ativos superiores a US\$ 5 milhões, reguladas por autoridade governamental competente. – Corretoras e similares, registradas e reguladas por órgão equivalente à CVM. – Fundos de pensão, com ativos superiores a US\$ 5 milhões, regulados por autoridade governamental competente. – Instituições sem fins lucrativos, com ativos superiores a US\$ 5 milhões, reguladas por autoridade fiscal competente. – Fundos e <i>off-shores</i> dos quais participem pessoas físicas e jurídicas residentes e domiciliadas no exterior que não tenham sido constituídas ou operem em benefício exclusivo de uma pessoa física, desde que cumpram uma das seguintes condições: <ul style="list-style-type: none"> • sejam registrados e regulados por órgão equivalente à CVM; • tenham mais de trinta sócios e ativos superiores a US\$ 5 milhões; • tenham mais de cinco sócios e ativos superiores a US\$ 15 milhões; • tenham administrador registrado e regulado por órgão equivalente à CVM e ativos superiores a US\$ 5 milhões; • tenham como sócios investidores os descritos acima, ou pessoas físicas (com patrimônio individual superior a US\$ 1 milhão e ativos superiores a US\$ 5 milhões); • tenham como sócios investidores os descritos acima.
ATIVOS
<ul style="list-style-type: none"> – Ações de companhias abertas. – Ações de bancos sem direito a voto. – Debêntures conversíveis em ações de distribuição pública, desde que emitidas a partir de 1/11/1996, com prazo de vencimento igual ou superior a três anos (Resolução do CMN nº 2.330, de 31/10/1996); derivativos para fins de <i>hedge</i> (essas aplicações foram proibidas de agosto de 1995 a abril de 1997). <p>No segundo semestre de 1993, foram proibidas as aplicações em fundos de renda fixa e <i>commodities</i> e debêntures simples; em outubro de 1994, as aplicações em Fundos de Aplicação Financeira (FAF); em 8/2/1996, os investimentos em moedas de privatização (títulos de dívida agrária, debêntures da Siderbrás e OFND).</p>
RESTRIÇÕES
<p>É vedado no Brasil:</p> <ul style="list-style-type: none"> – utilizar os recursos para adquirir controle ou aumentar participação em companhia controlada ou coligada, ou adquirir valores mobiliários de companhias fechadas; – dar valores componentes da carteira ou direitos a eles relativos em locação, empréstimo, penhor ou caução, exceto se autorizado pela CVM; – adquirir ou vender fora do pregão, salvo, quanto à aquisição, as hipóteses de subscrição e bonificação; – adquirir ou vender ações em mercado de balcão não organizado. <p>É vedado no exterior:</p> <ul style="list-style-type: none"> – transferir a titularidade dos valores mobiliários componentes da carteira; – alienar direitos relativos aos valores mobiliários, exceto se a outro investidor institucional que se comprometa a fazer o mesmo, informando à CVM operações dessa natureza.
REGISTRO
<ul style="list-style-type: none"> – Conta própria: conta de um único investidor institucional. – Conta coletiva (<i>omnibus account</i>): criada em janeiro de 1992, pela Instrução da CVM nº 169/92. Formada por diversas carteiras de investidores institucionais estrangeiros. Cada investidor (passageiro) possui um código específico, que permite a identificação e a segregação da sua posição de custódia. <p>A Instrução da CVM nº 210/94 permite que recursos de conta própria sejam aplicados em conta coletiva do mesmo titular, desde que requerido código de identificação do investidor e que a custódia dos ativos próprios seja segregada da custódia dos ativos de terceiros.</p>

Fontes: CMN (Resolução nº 1.832/91) e CVM (Instrução nº 169/92).

Os investidores estrangeiros também podem acessar o mercado financeiro brasileiro mediante a aquisição de cotas de fundos de investimento (ver Quadro 1). Existem quatro tipos de fundos, que se diferenciam em relação às modalidades de aplicação permitidas.²

Em 1991, foi autorizada a constituição dos 'Fundos de Privatização – Capital Estrangeiro', destinados, exclusivamente, à aquisição de papéis de empresas em processo de privatização e de moedas de privatização. Em 1993, autorizou-se a constituição dos 'Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro' (FRFCE), que oferecem aos investidores estrangeiros a possibilidade de investimento em um conjunto de aplicações de renda fixa³ (ver Quadro 1).

Os FRFCE foram instituídos simultaneamente à proibição de aplicação temporária dos recursos do Anexo IV nos fundos de renda fixa e de *commodities* e em debêntures.⁴ O objetivo do governo naquele momento – desestimular o ingresso de recursos externos de curtíssimo prazo – foi atingido, já que a maior tributação dos fundos de renda fixa ante o Anexo IV (ver Quadro 1) acabou comprimindo a rentabilidade dos fluxos de *hot money*, atraídos pelo diferencial de juros. Assim, a partir de 1993 foram definidos canais independentes de investimento de portfólio estrangeiro nos mercados de renda fixa e variável, com diferentes graus de atratividade, de acordo com a tributação incidente.

Em 1996, mais duas opções de investimento de portfólio estrangeiro foram criadas. Dois fundos de investimento constituídos no país foram abertos à participação estrangeira: os 'Fundos de Investimento em Empresas Emergentes', que, como o próprio nome indica, são compostos de valores mobiliários de empresas com elevado potencial de crescimento; e os 'Fundos de Investimento Imobiliário', cujos recursos são destinados a empreendimentos no setor imobiliário.

Em 1996, os procedimentos de registro dos investimentos de portfólio mediante o mercado de câmbio comercial (ou de taxas livres) foram simplificados e agilizados com a instituição do Registro Declaratório Eletrônico de Investimentos Externos de Portfólio. A partir de então, todas as operações de ingresso, reaplicações e resgates desses investimentos passaram a ser registradas eletronicamente no Sistema de Informações do Banco Central (Sisbacen) (Andima, 1997b).

(2) Os 'Fundos de Conversão – Capital Estrangeiro', que tiveram sua legislação consolidada em 1991, já foram extintos. Nesses fundos, os investidores podiam utilizar apenas recursos provenientes da conversão de créditos e títulos da dívida externa brasileira para a integralização das cotas (Andima, 1997a).

(3) A demanda por NTN-cambiais é elevada em razão do *hegde* cambial oferecido por este título

(4) Em relação às debêntures, foi facultada até dezembro de 1993, pela Resolução nº 2 034/96, a possibilidade de utilização das posições detidas pelos investidores estrangeiros sob o Anexo IV na aquisição de cotas deste Fundo, sem a necessidade de troca cambial, sobre a qual incidiria o novo IOF. O mercado de debêntures foi negativamente afetado pela mudança, pois as aplicações em títulos de um mesmo emitente não podem exceder 10% do patrimônio total do fundo, enquanto no Anexo IV era permitida a aplicação de até 25% do patrimônio líquido em ativos de renda fixa, de um único ou de vários emitentes.

Além das modalidades de aplicação integrantes do mercado de câmbio comercial, os investidores estrangeiros também têm acesso ao mercado financeiro doméstico, por meio das contas de não-residentes do mercado de câmbio fluante, também conhecidas como contas CC-5. Os investimentos de portfólio efetuados por essas contas não estão sujeitos a restrições quanto ao tipo de aplicação (renda fixa ou variável etc.), tal como nas modalidades de investimento do mercado de câmbio comercial, mas, em contrapartida, incorrem em maior risco cambial – já que as operações devem ser realizadas mediante o mercado de taxas flutuantes – e recebem o mesmo tratamento fiscal concedido aos residentes no país, devendo comprovar o recolhimento do Imposto de Renda para ter o direito de remeter ao exterior os rendimentos auferidos. Essas contas são constituídas em moeda nacional e custodiadas por bancos depositários no Brasil; para movimentá-las, o investidor precisa nomear um representante legal, responsável pelos procedimentos necessários à movimentação dos recursos.

No caso de recursos ingressados mediante contas de titularidade de pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, as transferências de valores superiores aos que foram internalizados no país precisam ser realizadas por uma conta específica, denominada 'De Instituição Financeira', por meio da qual as instituições credenciadas pelo Banco Central podem negociar moeda estrangeira com instituições financeiras do exterior, em quantidade ilimitada, mediante a transferência internacional de reais (Andima, 1997a; Gonçalves, 1995).⁵ Por sua vez, nas contas individuais dos não-residentes de pessoa física e jurídica, apenas são permitidas remessas de moeda estrangeira em valor equivalente ao montante internalizado no país, ou seja, não é possível remeter ao exterior recursos adicionais, obtidos com a valorização do patrimônio inicial do investidor não-residente.

Em 1994, as contas de não-residentes passaram a ser utilizadas como canal de ingresso dos fluxos de *hot money* no país, destinados a aplicações em renda fixa, diante das vantagens apresentadas pelos FRFCE, sujeitos a incidência do IOF e a requisitos de composição. No entanto, a atratividade dessa modalidade de aplicação foi diminuindo progressivamente a partir de 1995, devido à instituição de IOF sobre o ingresso de recursos em agosto desse ano,⁶ à redução do diferencial entre os juros

(5) Para uma descrição exaustiva das mudanças introduzidas nas transações dos não-residentes com a criação do segmento fluante, ver Banco Central (1993a).

(6) Vale mencionar que até 1996 era possível realizar operações de arbitragem por meio das contas de não-residentes, sem implicar a incidência de IOF. A primeira opção era realizar a operação de conversão de divisas (sobre a qual incide o imposto) no exterior; nesse caso, um agente não-residente no Brasil realizava a transferência de reais para a conta de outro não-residente, contra um pagamento em divisas no exterior. Outra opção era a operação denominada *Blue Chip Swap*. Essa operação envolve um ativo negociado no exterior, que o investidor transfere para uma agência de um banco brasileiro sediada em outro país, que credita os reais correspondentes na conta do investidor no Brasil. Como a conversão formal de divisas é evitada, não incide IOF sobre a transação (Garcia e Barcinsky, 1996). No entanto, com a edição da Circular nº 2.677/96, que estabelece que o IOF incide sobre todas as operações equivalentes a câmbio, esses dois tipos de transação tornaram-se sujeitos ao imposto.

externos e internos, e à incidência da CPMF sobre as operações efetuadas, já que essas contas não recebem tratamento fiscal diferenciado, como as modalidades de investimento integrantes do mercado de câmbio comercial (ver Quadro 1). Na realidade, os investimentos de portfólio efetuados por essas contas revelaram-se rentáveis somente em momentos de elevado diferencial de juros e pequena tributação, como em 1994 e no final de 1997.

Em abril de 1996, o Banco Central impôs novas restrições à utilização das contas de não-residentes, com o objetivo de inibir sua utilização para remessas ilegais de divisas. Com a Circular nº 2.677, de 10/4/1996, o Banco Central tornou obrigatória a apresentação de documentos em transferências acima de R\$ 10 mil e instituiu condições adicionais para a abertura dessas contas: a partir daí, as contas de não-residentes somente podem ser abertas e movimentadas por bancos credenciados a operar no mercado flutuante e não estão sujeitas a limites de transferência de recursos apenas se a instituição financeira no exterior mantiver relação de correspondência ou ter vínculo acionário com o banco brasileiro depositário dos recursos.

A despeito do maior risco cambial e da tributação mais elevada, os fluxos de capitais que ingressam mediante as contas de não-residentes são mais voláteis do que os investimentos de portfólio cursados pelo mercado de câmbio comercial. O perfil de curto prazo desses fluxos tornou-se explícito na crise de outubro de 1997. No último trimestre desse ano, as saídas de divisas pelo mercado flutuante, essencialmente devido aos resgates das contas de não-residentes, foram responsáveis por 85% da perda de reservas cambiais no período – US\$ 10,9 bilhões saíram pelo mercado flutuante, contra somente US\$ 1,9 bilhão pelo mercado de câmbio livre (Carta da Sobeet, 1998).

É importante mencionar que a tramitação dos fluxos mais especulativos pelo segmento de câmbio flutuante poderia ter contribuído para ampliar o raio de manobra da autoridade econômica em situações de reversão desses fluxos (que podem resultar em crises cambiais), se o Banco Central não tivesse adotado, a partir de 1992, a estratégia de evitar um 'descolamento' das cotações nos segmentos livre e flutuante, mediante intervenções frequentes nesses dois segmentos. Essa estratégia resultou na queda do ágio entre a taxa de câmbio comercial e a flutuante e, assim, tendeu a unificar as cotações. Dessa forma, pressões sobre as cotações do câmbio flutuante acabam contaminando, via expectativas dos agentes econômicos, o mercado de câmbio comercial, pelo qual são cursados os fluxos comerciais e financeiros mais estratégicos para a economia (exportação e importação de bens, pagamento de 'serviços fatores', empréstimos externos, investimentos diretos).

Assim, o objetivo das autoridades econômicas quando da criação do segmento flutuante em 1989 – instituir um segmento do mercado de câmbio comercial, no qual o Banco Central não se comprometeria a equilibrar a oferta e a demanda de divisas e, conseqüentemente, a variável de ajuste seria a taxa de câmbio – foi desvirtuado.⁷

(7) Sobre a tendência de unificação das cotações dos três mercados de câmbio, ver Carneiro *et al.* (1998). A respeito da criação do mercado de câmbio flutuante, ver Souza (1993).

Contudo, vale lembrar que o fato de os dois segmentos não terem sido unificados formalmente – intenção manifestada e anunciada inúmeras vezes pelo governo em 1993 e 1994 – pode ampliar o raio de manobra num momento de crise cambial, facilitando inclusive, operacionalmente, a imposição de restrições à saída de divisas (por exemplo, a adoção de controles cambiais apenas sobre as operações cursadas pelo segmento flutuante, como a conta de não-residentes).⁸

A partir de 1992, diante da intensificação da entrada de recursos externos, o IOF foi utilizado, recorrentemente, para regular os fluxos de capitais (Tabela 1) e, assim, auxiliar a política macroeconômica interna, o que amenizou o 'dilema da trindade impossível'. Este consiste na impossibilidade de manter o controle da política cambial e monetária num ambiente de abertura financeira, sem exercer pressões sobre as contas fiscais. Isso porque a atuação do Banco Central no mercado de câmbio – com o objetivo de evitar a valorização da moeda doméstica provocada pela entrada de capitais – gera um impacto monetário expansionista e pressões baixistas sobre a taxa de juros. Se essa pressão não é desejável – em razão, por exemplo, das metas da política antiinflacionária doméstica –, a autoridade monetária realiza operações de 'esterilização', mediante a venda de títulos públicos, as quais têm impactos negativos do ponto de vista fiscal, devido ao diferencial entre os juros que incidem sobre esses títulos e os que remuneram as reservas internacionais. A adoção de medidas que afetam o grau de abertura financeira – imposição de controles sobre o ingresso de recursos externos e/ou estímulos a saídas de divisas – atenua o 'dilema da trindade impossível', ao reduzir o fluxo líquido de capitais.

TABELA 1
BRASIL
MUDANÇAS NO IOF SOBRE OS INVESTIMENTOS DE PORTFÓLIO ESTRANGEIROS

MODALIDADES DE INVESTIMENTO	Em %				
	OUT./1994	MAR./1995	AGO/1995	FEV/1996	ABR/1997
Anexos I, II, III e IV	1	0	0	0	0
FRFCE	9	5	7	7	2
Contas de Não-residentes	0	0	7	7	2
Fundos de Privalização	0	0	0	5	0

Fonte: Andima (1997a).

(8) Em fevereiro de 1999, os dois segmentos do mercado de câmbio – comercial e flutuante – foram unificados. Essa mudança pode parecer irrelevante, pois, como mencionado, as cotações já estavam, na prática, unificadas. No entanto, eliminou importante 'válvula de escape' que as autoridades monetárias possuíam na legislação anterior e que poderia ser utilizada em momentos de crise cambial, uma vez que as contas de não-residentes das instituições financeiras, além de concederem mobilidade quase total aos capitais de investidores não-residentes, também são utilizadas por pessoas físicas e jurídicas residentes para a remessa de recursos ao exterior.

PROCEDIMENTOS DE REGISTRO E OPERACIONALIDADE DO ANEXO IV⁹

Neste item, são detalhados os procedimentos operacionais da principal modalidade de investimento de portfólio no mercado financeiro brasileiro: o Anexo IV. Como já ressaltado, o Anexo IV constituiu um avanço expressivo na abertura do mercado acionário doméstico aos investidores estrangeiros, pois, ao contrário das demais modalidades existentes, permitiu a entrada direta desses investidores, desde que sejam institucionais – não há necessidade de constituição de uma sociedade ou fundo de investimento. Além disso, o Anexo IV não possui requisitos de diversificação. No entanto, a legislação brasileira é mais burocrática e restritiva que a existente em outros países latino-americanos, como Argentina e México. O Anexo IV envolve diversos procedimentos formais de registro (Quadro 3) e exige as seguintes contratações pelo investidor estrangeiro: de um administrador local, que responderá pela carteira perante as autoridades; de um custodiante local, responsável pela custódia dos títulos no país e pela liquidação das operações de compra e venda; e de um representante legal, que receba em seu nome citações judiciais e outras comunicações das autoridades.¹⁰ Esses procedimentos acabam elevando os custos para os investidores, que, além da taxa de custódia, precisam pagar uma taxa de administração e a taxa de fiscalização da CVM.¹¹

O administrador local, uma figura específica da legislação brasileira, responde legalmente, na CVM, no Banco Central e na Secretaria da Receita Federal, pelos atos do investidor estrangeiro. É responsável pelo registro do investimento estrangeiro até cinco dias após a movimentação dos recursos, pelos fechamentos de câmbio, pelo recolhimento de tributos e pela manutenção da escrituração e guarda dos documentos relativos à carteira. Cabe ainda ao administrador local fornecer informações aos clientes sobre mudanças na regulamentação e na tributação, bem como sobre as tendências do mercado local. Nos demais países, essas funções são desempenhadas pelo custodiante local.

(9) Este item baseia-se em entrevistas realizadas com os principais administradores locais do Anexo IV e responsáveis por essa modalidade na CVM.

(10) Comissão da Associação Nacional dos Bancos de Investimento e Desenvolvimento (Anbid), constituída pelos principais administradores locais do Anexo IV, elaborou uma proposta de flexibilização e simplificação dos procedimentos vigentes.

(11) A taxa de administração pode variar de zero a até um valor fixo. O administrador também pode cobrar um percentual sobre o patrimônio líquido ou sobre cada transação. Já a taxa de fiscalização da CVM é calculada sobre o patrimônio líquido em 31 de dezembro do ano anterior, convertido em Unidade Fiscal de Referência (Ufir) pelo valor vigente nessa data, e quitada trimestralmente. Se o patrimônio líquido é inferior a 5 milhões de Ufir, a taxa é de 0,1%; se superior a esse valor, o investidor paga uma taxa fixa de 9,5 mil Ufir. Essa taxa é cobrada para cada registro principal de conta coletiva e para cada registro de conta própria. Um investidor com mais de um registro paga mais de uma taxa de fiscalização, ou seja, os patrimônios não se somam, o que encarece significativamente os custos para esse tipo de investidor.

QUADRO 3
BRASIL

PROCEDIMENTOS DE REGISTRO DO ANEXO IV

ABERTURA DE CONTA (PRÓPRIA E COLETIVA)

- requerimento de autorização para constituir Anexo IV, contendo termo de responsabilidade pelo administrador local, indicação de enquadramento do investidor estrangeiro e qualificação do registro requerido (conta própria ou coletiva);
- contrato de administração (cópia autenticada);
- declaração do investidor estrangeiro relativa a seu enquadramento na Instrução CVM nº 162/92 e à observância às normas;
- declaração do investidor estrangeiro indicando representante legal no país;
- contrato de custódia (ou indicação do custodiante com compromisso de apresentar contrato a *posteriori*);
- declaração do administrador relativa ao departamento de análise;
- declaração do administrador relativa ao compromisso de auditar carteira, quando solicitado;
- caso o investidor proceda de paraíso fiscal, é necessária a apresentação de parecer de auditor, confirmando o enquadramento do investidor como institucional.

Obs : A CVM tem trinta dias para se pronunciar sobre o pedido. Se aprovado, o processo vai para publicação de Ato Declaratório no Diário Oficial da União. Só após a publicação, o registro estará apto ao recebimento dos recursos. Os documentos devem ser apresentados em português – se em língua estrangeira, devem ser acompanhados de tradução juramentada – e registrados em cartório de títulos e documentos. As assinaturas devem ser legalizadas no prazo de sessenta dias a partir da aprovação pela CVM: se o documento for assinado no Brasil, as firmas devem ser reconhecidas; se no exterior, as assinaturas devem ser notariadas e 'consularizadas'.

QUALIFICAÇÃO COMO PASSAGEIRO DE CONTA COLETIVA

- uma vez obtido o registro de 'conta coletiva', os clientes institucionais podem começar a operar tão logo o administrador requiera (via fax) a CVM o respectivo código operacional, segundo disposto na Instrução da CVM nº 210/94.
- o administrador local tem quinze dias, a partir da primeira aquisição de valores mobiliários, para efetuar o registro do cliente, para o qual é necessário apresentar os seguintes documentos: requerimento pedindo a inclusão do cliente na conta coletiva; declaração do investidor relativa ao seu enquadramento e à observância às normas, caso o investidor proceda de paraíso fiscal, parecer de auditor confirmando seu enquadramento.

Obs : Como resultado da menor burocracia envolvida, a autorização é concedida rapidamente e os custos são menores. Diante dessas vantagens, a maioria dos investidores passou a ingressar no país mediante as contas coletivas, que se tornaram predominantes. Uma especificidade das contas coletivas do Anexo IV, relativamente às existentes no exterior – conhecidas como *omnibus account* –, é que cada passageiro possui um código específico, ou seja, uma subconta, o que permite a identificação, pela CVM, da origem dos investidores e a fiscalização das respectivas operações.

Fontes: CMN (Resolução nº 1.832/91) e CVM (Instrução nº 210/94).

Na maioria dos casos, a instituição responsável pela administração local também exerce as funções de custodiante e representante legal.¹² Apesar de o administrador

(12) Alguns investidores têm contratos de administração local e custódia com diferentes bancos, mas, em geral, as duas funções são exercidas pelo mesmo grupo, não necessariamente pela mesma instituição. Por exemplo, no caso de alguns bancos estrangeiros que atuam no Brasil por meio de sucursal e de banco múltiplo, essas funções são desempenhadas separadamente: a administração local é executada pela sucursal; a custódia, pelo banco múltiplo.

local ter apenas uma função não-discrecionária como representante do investidor no país, que está sujeito a punições pela CVM, ele pode vetar operações claramente irregulares (manipulação de mercado, *insider trading*, lavagem de dinheiro, evasão de divisas, delitos fiscais etc.). Como a legislação que regula as operações do Anexo IV dá margem a interpretações divergentes sobre o que é permitido ou não, sendo, em alguns casos, difícil identificar o que são normas e práticas de mercado – como nas operações com derivativos¹³ –, no caso de dissenso sobre algumas operações o administrador requisita ao investidor parecer detalhado de consultoria especializada ou escritório de advocacia sobre a viabilidade e a legalidade da operação. As instituições mais conservadoras também adotam a política de 'conheça o seu cliente' (*Know Your Client*, KYC), exigindo informações detalhadas (origem, credibilidade etc.) antes de fechar o contrato. Até o momento, não foi registrado nenhum caso de desqualificação de um administrador local, mas apenas advertência pública de uma corretora.¹⁴

Enquanto a atividade de administração local é apenas burocrática, a custódia constitui prestação de serviço que exige investimento em tecnologia de informática e telecomunicações, sistemas de controle de alto custo (dinheiro eletrônico) e pessoal qualificado. Atualmente, há certa tendência local e internacional de concentração da atividade de custódia em poucos bancos, pois essa atividade apenas é lucrativa quando envolve grande volume de recursos. No caso do Anexo IV, houve expressiva diminuição das comissões cobradas. A taxa de custódia, que pode embutir o serviço de administração local, passou de uma média de 0,32% em 1992 para uma faixa que variava, em 1997, de 0,10% a 0,15% ao ano (contra 0,002% nos Estados Unidos).

Em geral, os investidores estrangeiros optam por um custodiante global, isto é, presente em praticamente todos os países (diretamente ou por meio de subcustodiantes), e com o qual já estabeleceram relação de reciprocidade no exterior. Dessa forma, o cliente obtém uma redução do custo, pois a taxa de custódia é inversamente proporcional ao volume da operação.

Como se pode verificar na Tabela 2, os principais administradores do Anexo IV são bancos estrangeiros com atuação global, como o Citibank, o BankBoston e o Chase Manhattan, responsáveis por 69,5% dos recursos em dezembro de 1997. Esses bancos foram dominando progressivamente o mercado, substituindo as corretoras locais mais agressivas, que inicialmente desempenhavam a função de administrador

(13) Há uma discussão interna na CVM sobre a necessidade de regulamentar e limitar as operações com derivativos, que, dada a sua complexidade, favorecem diferentes interpretações quanto à legalidade das operações.

(14) Se a CVM suspeita de eventuais irregularidades nas transações via Anexo IV – pelo volume de operações e/ou pelas posições das cartiras –, solicita informações adicionais ao administrador local. Em caso de comprovação, o administrador local é punido. Há dois procedimentos: o rito sumário, no caso de infração de natureza objetiva (quando é aplicada multa pecuniária e/ou advertência); e inquérito administrativo (punido com advertência, multa, inabilitação do administrador). Em ambos os casos, é possível recurso.

TABELA 2
BRASIL
MAIORES ADMINISTRADORES DO ANEXO IV

ADMINISTRADORES	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL) ^a (R\$ milhões)	PL (%)	PL ACUMULADO (%)
Citibank	12.049	33,4	33,4
Chase Manhattan	7.229	20,0	53,4
BankBoston	5.812	16,1	69,5
Liberal CCVM	1.935	5,4	74,8
Banco Garantia	1.605	4,4	79,3
Banco Pactual	1.138	3,2	82,4
Bozano Simonsen	885	2,5	84,9
Unibanco	545	1,5	86,4
Banco Itaú	461	1,3	87,6
Banco ABN-AMRO	459	1,3	88,9
Outros	4.008	11,1	100,0
Total	36.126	100,0	100,0

Fonte: CVM (*Informativo Mensal*, dezembro de 1997).

Nota:

(a) Posição de 31/12/1997.

local. Como os custodiantes globais oferecem o mesmo pacote de serviços em todos os países, que inclui as funções do administrador local segundo a regulamentação brasileira, essa atividade acaba duplicando os serviços já prestados pelo custodiante.

Os demais administradores locais, que monitoram parcela muito pequena dos recursos, são bancos de investimento brasileiros (Garantia, Bozano Simonsen e Pactual), para os quais essa atividade é marginal e pouco rentável, fazendo parte de um pacote de serviços oferecidos aos clientes estrangeiros.

Apesar de a administração discricionária dos recursos – ou seja, das decisões de investimento – ser definida, em geral, no país de origem do investidor, pelos próprios administradores dos fundos ou pelos administradores profissionais de recursos (*asset managers*), alguns fundos estrangeiros concedem um mandato para que o banco local preste serviço de gestão discricionária dos recursos. Nesse caso, é necessário estabelecer outro contrato com a divisão de *asset management*, já que as instituições estrangeiras mantêm a segmentação de funções existente nos Estados Unidos, conhecida como *Chinese Wall*.

Outros investidores, principalmente os de menor porte, costumam utilizar os serviços de consultoria financeira (*advisors*) de corretores¹⁵ ou bancos de investimento

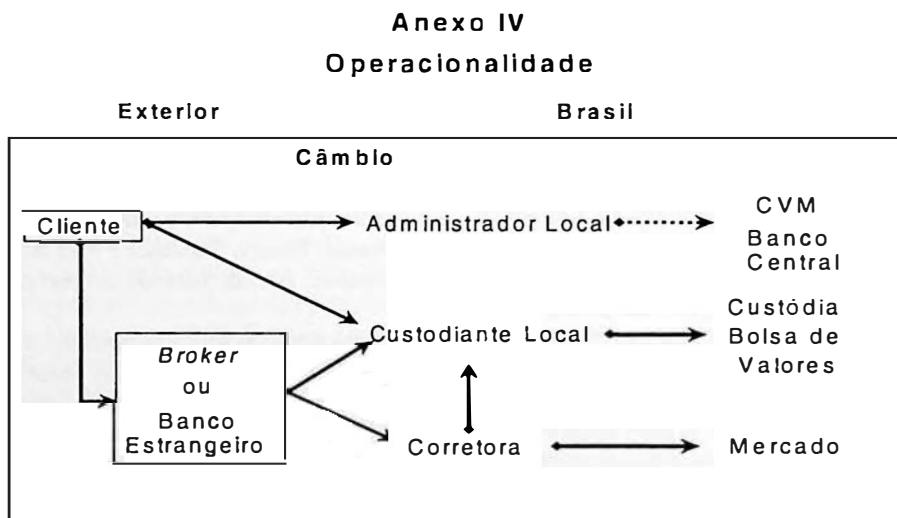
(15) Existem dois tipos de corretor: o *discount broker*, que apenas executa as ordens do cliente; e o *premium broker*, que cobra taxas mais elevadas, pois também é um analista de investimentos.

locais,¹⁶ que fornecem informações macroeconômicas e setoriais, recomendando investimentos. Alguns investidores concedem, inclusive, mandatos de compra e venda de ações a essas instituições. Já os grandes investidores e os fundos altamente especializados, em regiões (G-7, América Latina, Ásia, Leste Asiático), países ou setores, não utilizam esses serviços, pois têm seus próprios analistas especializados em papéis brasileiros (*Brazilians desks*).

Assim, em alguns casos, três áreas do banco entram em contato com o investidor: a custódia e administração local (ou *back-office*); a área de administração discricionária de recursos; e a corretora. Há, ainda, outra área, intermediária entre a atividade de pesquisa e a de corretagem: a de vendas (*sales*) do banco de investimento. Essa área, responsável pela comercialização de ações com investidores estrangeiros, mantém um relacionamento direto e constante com os investidores, enviando-lhes pesquisas de mercado realizadas pela área de análise (ou *research*) do banco.

A Figura 1, a seguir, apresenta o esquema de operação dos investimentos via Anexo IV.

FIGURA 1
BRASIL
ESQUEMA DE OPERAÇÃO DOS INVESTIMENTOS VIA ANEXO IV



(16) Vale lembrar que a vantagem comparativa dos bancos de investimento brasileiros nessa área – a presença no mercado local, que permite melhor acompanhamento dos setores – está sendo eliminada pelo ingresso de instituições estrangeiras (bancos de investimento, administradoras de recursos etc.). Para maiores detalhes, ver artigo *Abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro*, neste volume.

EVOLUÇÃO QUANTITATIVA DOS INVESTIMENTOS DE PORTFÓLIO ESTRANGEIRO

Como visto anteriormente, na década dos 90 foram criadas várias modalidades de investimento de portfólio no país, que apresentaram, na prática, diferentes graus de atratividade para os investidores estrangeiros. A captação de recursos através dos fundos de investimento foi pequena, como mostra a Tabela 3.

Os fundos de privatização captaram volume mais expressivo de recursos a partir de 1994, atraídos pela valorização das ações das estatais privatizadas ou em processo de privatização. Os investimentos nos fundos de renda fixa foram significativos apenas em 1994, quando o diferencial entre os juros internos e externos era muito elevado. Esses investimentos voltaram a crescer no último trimestre de 1997, estimulados pelo aumento expressivo das taxas de juros e do cupom cambial após a crise de outubro (Corrêa, 1998).

No entanto, o patrimônio líquido dos fundos de renda fixa é superior ao dos fundos de privatização – 7,7% do total, contra 1,5% (Tabela 4) –, pois quando entraram em vigor, em dezembro de 1993, receberam a parcela dos recursos do Anexo IV aplicados em instrumentos de renda fixa. Movimento semelhante ocorreu ao longo do primeiro semestre de 1998, uma vez que o Ministério da Fazenda isentou de IOF as transferências de aplicações de investidores estrangeiros dos FIF – que ingressaram por meio das contas de não-residentes – para os FRFCE, tornando possível a migração de um volume de recursos estimado em US\$ 1 bilhão (Circular do Banco Central nº 2.813/98). Essa medida teve duplo objetivo. Por um lado, evitar a provável saída desses recursos do país, com a entrada em vigor, em julho, da nova sistemática de recolhimento do Imposto de Renda dos fundos de investimento domésticos (cálculo diário e recolhimento semanal). Por outro lado, legalizar os recursos que ingressaram pelo mercado de câmbio flutuante. Os FRFCE continuaram sujeitos à sistemática anterior – ou seja, o imposto é recolhido apenas no resgate – e pagam uma alíquota de 15%, contra 20% dos fundos domésticos (Corrêa e Magalhães, 1998). Outra vantagem para o investidor estrangeiro é a redução do risco cambial, já que a repatriação dos recursos, no caso de resgate dos fundos, passa a ocorrer pelo mercado de câmbio comercial.

TABELA 3
BRASIL
INGRESSO DE INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO ESTRANGEIRO

MODALIDADES	Em US\$ milhões					
	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Anexo IV	2.967	14.614	20.532	22.025	22.936	32.191
Fundos de Renda Fixa	-	80	1.432	211	12	398
Fundos de Privatização	-	-	1.939	1.952	779	1.168
Fundos de Investimento Imobiliário	-	-	-	-	92	96
Fundos de Empresas Emergentes	-	-	-	-	5	3
Total	2.967	14.694	23.903	24.188	23.824	33.856

Fonte: Banco Central (*Boletim Mensal*, vários números).

TABELA 4
BRASIL
INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO ESTRANGEIRO

ANO	Em US\$ bilhões e em %											
	ANEXO IV		ANEXO II		ANEXO I		RENDA FIXA		PRIVATIZAÇÃO		CONVERSÃO	
	PL*	% Total	PL*	% Total	PL*	% Total	PL*	% Total	PL*	% Total	PL*	% Total
1994	20.351	83,8	528	2,2	85	0,3	3.626	14,9	140	0,6	83	0,3
1995	17.786	83,6	240	1,1	47	0,2	3.057	14,4	322	1,5	59	0,3
1996	25.958	85,9	193	0,6	38	0,1	3.781	12,5	308	1,0	142	0,5
1997	31.302	90,4	24	0,1	30	0,1	2.667	7,7	527	1,5	117	0,3

Fonte: Anbid (*Investimentos Externos*, vários números).

Nota:

(a) Valores de final do período.

Como mostra a Tabela 4, a principal modalidade de investimento de portfólio estrangeiro foi o Anexo IV, cuja participação relativa aumentou de 83,8% em 1994 para 90,4% em 1997. A Tabela 5 apresenta a evolução do fluxo líquido e do estoque do Anexo IV.¹⁷ Como se pode verificar, o ingresso de recursos via Anexo IV aumentou continuamente a partir de 1991, ano de sua instituição, passando de um patamar de apenas US\$ 482 milhões para mais de US\$ 32 bilhões em 1997. Todavia, o saldo líquido de recursos não apresentou a mesma tendência de crescimento, em virtude do comportamento dos fluxos de saídas. De 1991 a 1993, apesar do aumento da rotatividade – de 20% para 63% –, houve crescimento contínuo do fluxo líquido, estimulado pela possibilidade de aplicação de até 25% do patrimônio em ativos de renda fixa, suspensa, porém, no segundo semestre de 1993. A partir de 1994, o saldo anual registrou significativas oscilações, como reflexo, em primeiro lugar, da evolução do mercado internacional de capitais e, em segundo lugar, das condições macroeconômicas internas e do ritmo do processo de privatização.

A retração do fluxo líquido esteve, em 1994, associada ao aumento da taxa de juros nos Estados Unidos em fevereiro desse ano e seus efeitos ‘contracionistas’ sobre a liquidez internacional, e a fatores internos – as restrições impostas às aplicações em renda fixa via Anexo IV no segundo semestre de 1993 e os impasses no processo de privatização.

Em 1995, em decorrência da crise do peso mexicano em dezembro de 1994, a rotatividade dos recursos do Anexo IV atingiu 98% – ou seja, quase a totalidade das aplicações foram resgatadas – e, com isso, o fluxo líquido foi de apenas US\$ 527 milhões. Essa crise, além de ter provocado resgates de recursos nos demais países latino-americanos para cobrir as perdas nas aplicações em títulos mexicanos, tornou os investidores estrangeiros mais cautelosos nas aplicações nos mercados acionários emergentes.

(17) Existem três fontes de informações sobre o Anexo IV: a CVM, o Banco Central; e as bolsas de valores – Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ). A CVM recebe mensalmente do mercado informações sobre a composição das carteiras e sobre as transações realizadas. O Banco Central registra os fluxos de entrada e saída no mercado de câmbio. A Bovespa registra as operações de compra e venda de ações realizadas pelos investidores estrangeiros. As estatísticas da CVM e do Banco Central deveriam coincidir, mas os dados apresentam problemas de consistência.

TABELA 5
BRASIL
FLUXO LÍQUIDO E ESTOQUE DO ANEXO IV

ANO	ESTOQUE DE ATIVOS ^a	FLUXOS ANUAIS			SALDO	ACUMULADO
		Entradas	Saídas	Rotatividade ^b		
1991	-	482	96	20	386	386
1992	-	2.967	1.652	56	1.314	1.701
1993	10.380	14.614	9.136	63	5.478	7.178
1994	20.971	20.532	16.778	82	3.754	10.932
1995	18.650	22.025	21.498	98	527	11.459
1996	23.681	22.936	19.342	84	3.594	15.053
1997	32.047	32.191	30.576	95	1.615	16.668

Fonte: Banco Central (*Boletim Mensal*, vários números).

Notas:

(a) Dados de final do período

(b) Indicador da rotatividade dos recursos = saídas/entradas.

Em 1996, o volume de entradas líquidas cresceu expressivamente e retornou ao patamar de 1994. Esse crescimento foi estimulado pela aceleração do processo de privatização e pelo excesso de liquidez nos portfólios dos investidores estrangeiros, num contexto de baixas taxas de juros nos países centrais. Nesse ano, o Brasil tornou-se a primeira opção, dentre os demais mercados acionários da América Latina, nas recomendações feitas por dez bancos de investimento dos Estados Unidos, Europa e Japão, sobre alocação de portfólios para a região (Bittencourt, 1996).

Em 1997, os ingressos de capital via Anexo IV, que atingiram o valor recorde de US\$ 32,19 bilhões, concentraram-se no primeiro semestre, atraídos pela aceleração do processo de privatização dos setores de energia elétrica e de telecomunicações, e pela simultânea valorização das ações na Bovespa. Contudo, a crise asiática, iniciada em julho, na Tailândia, mas que se alastrou por toda a região do Sudeste Asiático no segundo semestre, interrompeu esse movimento. Assim como em 1995, os investidores efetuaram elevados resgates nas bolsas brasileiras para cobrir perdas em outros mercados. No final do ano, o fluxo líquido de investimentos externos nas bolsas de valores voltou a ser positivo, como resultado da antecipação do movimento de realocação dos ativos pelos fundos internacionais, que geralmente ocorre em janeiro, estimulado pela queda das cotações em outubro e novembro. Além disso, vários fundos ficaram com excesso de recursos em caixa, pois o resgate efetuado pelos cotistas foi menor do que o esperado. Desse modo, os administradores voltaram a adquirir ações de empresas latino-americanas, inclusive brasileiras, procurando alcançar o percentual desejado para a região (Balarin e Magalhães, 1997; Balarin e Luanc, 1998).

Apesar das oscilações dos fluxos anuais, reflexo, em grande parte, da instabilidade provocada pelas crises nos mercados emergentes em 1995 e 1997, o saldo acumulado do Anexo IV desde 1991 foi de US\$ 16,668 milhões. O estoque de ativos

desse Anexo, por sua vez, atingiu US\$ 32,047 milhões em dezembro de 1997. Assim, quase a metade do estoque do Anexo no final de 1997 correspondia à valorização do portfólio no período, de US\$ 15,379 milhões.

No que concerne à composição das carteiras do Anexo IV, houve mudança substancial em 1994, em relação a 1993, devido às medidas adotadas no final desse ano, que proibiram as aplicações dos recursos desse Anexo temporariamente não direcionados para as bolsas de valores em instrumentos de renda fixa (Tabela 6). Em 1993, volume substancial de recursos foi direcionado ao mercado de debêntures. Em 1994, ocorreu um aumento no montante das aplicações em derivativos, autorizadas em 1993, e no volume das moedas de privatização. Por início das aplicações em opções e futuros, os investidores estrangeiros conseguiam praticamente converter suas aplicações (em ações) em renda fixa. Entretanto, em agosto de 1995, essas aplicações foram proibidas, no âmbito de um conjunto de medidas para desestimular a entrada de recursos externos no segmento de renda fixa. Característica comum a todo o período em análise foi a concentração das aplicações em ações, que atingiu 96% em 1997. Como se verá a seguir, os investimentos concentraram-se em papéis de primeira linha, essencialmente de empresas estatais em processo de privatização.

TABELA 6
BRASIL
COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DO ANEXO IV

ANO	AÇÕES	DERIVATIVOS	DEBÊNTURES	MOEDA DE PRIVATIZAÇÃO	OUTROS ^a
1991					
1992					
1993	80,1		18,5	1,1	0,3
1994	77,5	3,9	12,4	5,4	0,8
1995	89,5	1,1	5,5	3,7	0,2
1996	92,0	0,0	4,7	2,8	0,5
1997	96,5	1,4	2,1	0,0	0,0

Fonte: Banco Central (*Boletim Mensal*, vários números).

Nota:

(a) Fundos de aplicação financeira, fundos de *commodities* e fundos de renda fixa. Dados de final do período.

PERFIL DOS INVESTIDORES DO ANEXO IV

A maioria dos recursos dos investidores estrangeiros ingressou no país através das contas coletivas do Anexo IV, diante da menor burocracia envolvida ante as contas proprietárias. No final de 1997, 94,6% (3.611) dos investidores eram participantes dessas contas, enquanto apenas 5,4% ingressaram no país por meio de contas próprias (Tabela 7).

TABELA 7
BRASIL
PERFIL DOS INVESTIDORES DO ANEXO IV

	NÚMERO ^a	TOTAL (%)
Tipo de conta		
Conta própria	207	45,5
Conta coletiva	248	54,5
Total	455	100,0
Investidores credenciados		
Conta própria	207	5,4
Conta coletiva	3.611	94,6
Total	3.818	100,0
Natureza dos investidores por registros concedidos		
Bancos	217	47,7
Corretoras	87	19,1
Fundos de pensão	7	1,5
Outros	144	31,6
Total	455	100,0
Procedência dos investidores por registros concedidos		
América do Norte	140	30,8
América Central	166	36,5
América do Sul	42	9,2
Europa	99	21,8
Ásia-Oceania	8	1,8
Total	455	100,0

Fonte: CVM (*Informativo Mensal*, dezembro de 1997).

Nota:

(a) Acumulado de julho de 1991 a dezembro de 1997.

A CVM divulga apenas a natureza e a procedência dos titulares das contas próprias e coletivas. No entanto, com base nesses dados e nas informações obtidas em entrevistas com os principais administradores locais, foi possível identificar, de forma geral, o perfil dos 'passageiros' das contas coletivas. Em relação à natureza dos titulares dessas contas, os bancos são predominantes, com 47,7% do total, seguidos pelas corretoras, com 19,1%. No grupo classificado como 'Outros', responsável por 31,6% das contas, encontra-se um conjunto heterogêneo de investidores, tais como seguradoras, instituições sem fins lucrativos e, sobretudo, fundos de investimento.

No período inicial de vigência do Anexo IV, 80% das contas coletivas eram controladas pelas corretoras estrangeiras (*brokers*).¹⁸ Como essas instituições detinham o poder discricionário sobre as aplicações de seus clientes, concentrando todas as operações de compra e venda, a flexibilidade dos investidores era pequena. Assim, houve, gradualmente, a migração de recursos para as contas coletivas dos bancos custodiantes globais. Dessa forma, os investidores podem atuar com várias corretoras, que informam as operações diretamente ao custodiante global em Nova Iorque ou Londres, o qual, por sua vez, as repassa ao custodiante local. Além disso, as restrições existentes à atuação das corretoras estrangeiras no mercado brasileiro acabam aumentando o custo das operações intermediadas por esses agentes, uma vez que, nas operações via Anexo IV, tais instituições precisam operar por intermédio de uma corretora local, que adquire o papel em nome do investidor e repassa parte da corretagem para o *broker* estrangeiro.¹⁹

O perfil dos passageiros está associado à natureza do titular da conta coletiva. Nas contas dos custodiantes globais, os participantes são, em maioria, fundos mútuos de investimento e fundos de pensão. Poucos fundos de pensão operam através de contas proprietárias (1,5%). Nas contas das corretoras, predominam os *hedge funds* os bancos de investimento administradores de grandes fortunas.

A procedência dos titulares também adiciona informações sobre as características dos investidores. As contas coletivas da América Central são predominantes, com 36,2% do total. A maioria dos passageiros dessas contas são fundos *off-shore*, administrados por instituições financeiras residentes no Brasil a partir de suas agências em paraísos fiscais. Depreende-se, embora não seja possível comprovar, que grande parte das aplicações desses fundos são de investidores brasileiros, detentores de recursos no exterior, que utilizam o Anexo IV para internalizá-los, beneficiando-se da isenção fiscal sobre ganhos de capital. No entanto, investidores americanos e europeus também aplicam nesses fundos, principalmente nos administrados por instituições estrangeiras presentes no sistema bancário brasileiro.²⁰

As contas coletivas provenientes dos Estados Unidos são responsáveis por 30,8% do total. Essas contas têm um grupo mais variado de passageiros, tais como fundos mútuos de investimento – globais ou especializados em regiões ou países –, fundos de pensão, sociedades sem fins lucrativos, seguradoras e bancos de investimento

(18) Nos Estados Unidos, as corretoras – *brokers* – adquirem os papéis no mercado e os repassam aos investidores, ganhando um *spread* como receita de corretagem, enquanto no Brasil os corretores apenas compram os papéis em nome do investidor, recebendo uma comissão de corretagem.

(19) Essa distorção surgiu porque os legisladores do Anexo IV imaginavam que o corretor local poderia atuar diretamente com os investidores estrangeiros, desconsiderando a figura do *broker* estrangeiro, que gera os negócios com os investidores. Para contornar esse problema, alguns bancos instalaram escritórios de representação em Londres, Nova Iorque, Tóquio, Argentina, Chile e outros.

(20) Nos fundos do CCF Brasil, por exemplo, os principais aplicadores são investidores de varejo europeus, procedentes da Suíça e de Luxemburgo, que aplicam nos fundos *off-shore* do CCF Brasil.

administradores de grandes fortunas (*private banking*). Os investidores americanos são predominantes, mas os investidores europeus também utilizam os serviços de custodiantes globais²¹ e fundos americanos. A maioria desses fundos especializados em mercados emergentes são americanos ou britânicos, mas recebem aplicações de investidores japoneses e europeus. Parcela dos recursos brasileiros expatriados na década dos 80, aplicados em bancos de investimento americanos, também regressa mediante essas contas (IMF, 1995).

Nas contas coletivas da Europa – 21,8% do total –, predominam fundos de investimento, provenientes da Inglaterra, Holanda, Suíça e de paraísos fiscais, como Luxemburgo, e *private banking*. Os investidores ingleses são os principais aplicadores nos mercados acionários emergentes (Culpeper, 1997). Quanto aos fundos de pensão, também sobressaem os britânicos – que administram o maior volume de ativo dentre os fundos europeus – e, em menor medida, os holandeses. Os fundos de pensão ingleses, apesar de apresentarem um patrimônio pequeno em comparação com os americanos – US\$ 695,7 bilhões, contra US\$ 3,5 trilhões, em 1993 –, aplicam maior proporção dos seus ativos no exterior (Farnetti, 1996).²² Como ressalta Griffith-Jones (1997, p. 95), os fundos de pensão e as companhias de seguro da Inglaterra e da Holanda “estiveram na vanguarda dos investimentos em valores externos” e são exceção – e não regra – na Europa.

Nos demais países europeus, os sistemas de previdência privada ainda são incipientes e os investidores preferem aplicar seus recursos em títulos de renda fixa a aplicar em ações, pois são mais avessos ao risco – e, assim, às aplicações em ações – que os americanos e ingleses. Em 1995, do total de US\$ 1,5 trilhão de ativos dos fundos mútuos europeus, apenas US\$ 382 bilhões foram investidos em fundos de ações, enquanto mais da metade dos recursos administrados pelos fundos americanos estava aplicada em ações. A expectativa dos administradores de fundos é de crescimento das aplicações em renda variável, devido à reforma do sistema de previdência desses países. Com o aumento da proporção entre pensionistas e trabalhadores ativos, a capacidade de os governos sustentarem os sistemas de previdência públicos será cada vez menor. Assim, a população terá que recorrer à previdência privada e/ou procurar valorizar seus patrimônios, alternativas que implicarão aumento da demanda por ações, cuja rentabilidade tende a ser maior do que a obtida nos investimentos em hônus de renda fixa (*Economist*, 1997).

(21) No caso do Citibank, que administra setenta *omnibus account* com 1,5 mil participantes, 60% são provenientes dos Estados Unidos, 35% da Europa (Inglaterra e Holanda) e o restante de outras regiões.

(22) Os investimentos nos mercados emergentes ainda constituem parcela marginal das carteiras dos fundos de pensão e seguradoras. No final de 1992, os fundos de pensão dos países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) alocaram menos de 0,2% de seus ativos (US\$ 5,75 bilhões) nos mercados emergentes e apenas 0,07% na América Latina (Chunan, 1994, *apud* Farnetti, 1996). Segundo as projeções da OCDE, esses índices deverão atingir 2,9% e 0,8% do total, respectivamente, no ano 2000.

Outro fator que influencia os fluxos de capitais provenientes da Europa para os mercados acionários latino-americanos – e, conseqüentemente, para o mercado brasileiro – é a regulamentação existente nos países de origem, que em muitos casos impõe restrições às aplicações externas dos investidores institucionais. A regulamentação é liberal na Inglaterra e na Holanda, mas restritiva na Alemanha, França e Itália (Griffith-Jones, 1997).

Os maiores investidores estrangeiros do Anexo IV são empresas americanas de administração de recursos – *Capital Group, Templeton, Morgan Stanley, Scuder e Fidelity* – e inglesas – *Schroder*²³ e *Genesis*. Estas adotam estilos diferentes de gestão dos portfólios. Nessa gestão, duas estratégias são dominantes: a estratégia *top-down*, que parte da escolha do país, depois define o setor e a empresa; e a estratégia *bottom-up*, que prioriza empresas com grande potencial de crescimento, independentemente do setor de atuação. De modo geral, os *hedge funds* e os fundos globais, que investem parcela marginal dos seus recursos no país, adotam o método *top-down*.

O grau de volatilidade das aplicações também varia de acordo com o perfil do fundo. Os fundos de pensão e as seguradoras têm comportamento mais estável em comparação com os fundos coletivos constituídos para investir em mercados emergentes. Estes são mais voláteis e suas decisões de investimento estão muito influenciadas pelo desempenho apresentado pelos fundos no ano. Contudo, o argumento de que os fundos de pensão adotam uma lógica de longo prazo nas suas decisões de investimento deve ser relativizado.

Apesar de ser importante a diferenciação entre os critérios de aplicação financeira dos fundos de pensão e seguradoras, de um lado, e dos fundos mútuos e grandes bancos, de outro, pois as instituições de poupança contratada recebem fluxo contínuo de contribuições e, assim, têm um horizonte de decisão mais longo, a questão essencial, negligenciada por vários analistas, é que mesmo os fundos de pensão são dominados por uma lógica patrimonial, com ênfase no desempenho do portfólio, sobretudo os fundos dos países anglo-saxões. Nesses países, as modalidades de relação entre indústria e finanças caracterizam-se pela detenção de pacotes de ações pelas instituições financeiras, particularmente pelos fundos de pensão, com o objetivo de auferir rendimentos financeiros elevados e liquidez a curto

(23) A *Schroder*, a maior empresa de administração de recursos da Inglaterra, adota posição mais agressiva nos mercados emergentes e no Brasil, em particular, em comparação com as empresas americanas. Do total administrado de US\$ 170 bilhões de recursos no final de 1997, 5,3% (US\$ 9 bilhões) eram investidos em mercados emergentes, enquanto a média era de 2% a 3%. A América Latina recebeu 3,8% (US\$ 3,5 bilhões) desses recursos, dos quais 36% foram direcionados para o Brasil (US\$ 1,2 bilhão). Cerca de 75% dos recursos da carteira global administrada pela *Schroder* pertencem a fundos de pensão de vários países (Inglaterra, Estados Unidos, Holanda e, em menor proporção, Canadá, Austrália, Japão e Argentina), 10% são das seguradoras e instituições sem fins lucrativos, 10% cabem aos *private banking* e 5% ao varejo. Quanto à composição do portfólio, 85% dos recursos são investidos em ações, o que está associado ao fato de os fundos de pensão britânicos concentrarem seus investimentos em ações (em torno de 70% dos ativos). No Brasil, 100% dos recursos são aplicados em ações, descontado um fundo de caixa da ordem de 2% a 3%, mantido no exterior.

prazo, e não de participar ativamente da administração das empresas (Chesnais, 1996; Farnetti, 1996).

Como ressalta Freitas (1998), os fundos de pensão americanos têm contribuído para o viés de curto prazo e para a volatilidade dos mercados financeiros. Os administradores desses fundos buscam, principalmente, altos rendimentos correntes, e não retornos estáveis a longo prazo, pois suas comissões e a manutenção de seus empregos dependem do desempenho do fundo a curto prazo. Para maximizar esse desempenho, utilizam técnicas de gestão de portfólio baseadas em indicadores dos principais mercados financeiros e investem ativamente em instrumentos derivativos, que reforçam a volatilidade dos mercados. Uma indicação desse fato é o aumento do *turn over* (giro) nos mercados de ações americanos simultaneamente ao crescimento da participação dos fundos de pensão, que passou de 8% em 1960 para 60% em 1990. Enquanto em 1960 o tempo médio de retenção das ações era de sete anos, no início dos anos 90 a ação típica era mantida, em média, por menos de dois anos, segundo Barber e Ghilarducci (1993).

Independentemente da estratégia de alocação dos portfólios adotada, os diferentes tipos de investidores que aplicam no mercado brasileiro concentram seus investimentos em ações de primeira linha, essencialmente de empresas estatais em processo ou com perspectiva de privatização (telecomunicações, energia elétrica, gás, saneamento básico, petróleo), dado o ganho esperado, a liquidez desses papéis e a familiaridade com esse tipo de negócios, já que participaram de processos de privatização em outros países da América Latina.

As aplicações em ações de segunda linha são desestimuladas pela falta de liquidez dos papéis, além de exigirem maior conhecimento sobre a situação de cada setor específico. No entanto, existem fundos constituídos para operar exclusivamente com ações de segunda linha e especializados em diferentes tipos de papéis (empresas em processo de privatização) ou setores (empresas de mineração, energia etc.). Investidores com maior exposição no país também procuram diversificar suas aplicações, adquirindo ações de segunda linha, ao contrário do investidor global, que aloca no Brasil pequena parcela (1% a 2%) do seu portfólio e, assim, precisa concentrar suas aplicações em ações líquidas.

IMPACTOS DA ABERTURA FINANCEIRA SOBRE O MERCADO ACIONÁRIO DOMÉSTICO

O mercado acionário brasileiro apresentou fraco desempenho na década dos 80. O valor de mercado das companhias listadas em bolsa manteve-se praticamente estagnado de 1985 a 1992. Os surtos de crescimento estiveram associados a atividades especulativas e a curtos períodos de otimismo. O único período da década no qual esse mercado apresentou maior dinamismo – tanto no segmento primário, quanto no secundário – foi após o Plano Cruzado, quando a redução drástica das taxas de inflação repercutiu positivamente sobre as expectativas dos agentes, aumentando substancialmente a demanda por ações.

O aumento da abertura financeira do mercado acionário brasileiro na década dos 90, após a criação do Anexo IV, provocou mudanças estruturais na maior bolsa de valores do país, a Bovespa, que movimentava 93% do total negociado em todas as bolsas de valores domésticas em 1997 (contra 87% em 1996 e 85% em 1995). O mercado secundário de ações foi o segmento do mercado financeiro mais atingido pelo processo de abertura financeira, pois quase a totalidade dos investimentos de portfólio estrangeiros ingressou no país por meio do Anexo IV e foi direcionada, essencialmente, à aquisição de ações de empresas estatais em processo de privatização.

IMPACTOS DA ABERTURA FINANCEIRA SOBRE A BOVESPA

O aumento dos investimentos estrangeiros nas bolsas de valores domésticas inscriu-se num movimento mais geral de expansão dos fluxos de capitais direcionados aos mercados emergentes a partir do final de década dos 80 e de diversificação internacional dos portfólios dos investidores institucionais dos países centrais. Essa diversificação foi estimulada pela baixa correlação entre o desempenho dos mercados acionários desenvolvidos e emergentes e pelas perspectivas de lucro nestes, devido às baixas cotações dos papéis, à sua maior volatilidade e ao avanço dos processos de privatização. O montante dos investimentos de portfólio em ações dirigido para a América Latina apresentou crescimento contínuo a partir de 1989. Esses investimentos foram direcionados principalmente aos mercados secundários de ações (Culpeper, 1997) e corresponderam a dois terços dos fluxos internacionais de capitais para a região no período 1989-93 (Gooptu, 1993).

Em relação aos fatores internos, além da ampliação do grau de abertura financeira do mercado acionário brasileiro, os investidores foram atraídos pelo grande potencial de valorização das bolsas de valores locais, associado ao processo de privatização em curso – que se iniciou tardiamente, quando as privatizações nos demais países da região já haviam sido concluídas – e aos baixos preços das ações das empresas brasileiras e, assim, dos índices de 'preço/lucro', em comparação com outros mercados emergentes (Tabela 8).

TABELA 8
BRASIL
ÍNDICES DE 'PREÇO/LUCRO' DAS BOLSAS DE VALORES LATINO-AMERICANAS

BOLSA	1992	1993	1994	1995	1996
Bovespa	–	9,0	11,2	9,2	10,6
Buenos Aires	40,4	61,4	15,8	14,2	28,9
Santiago	14,3	21,6	21,5	17,6	13,4
México	13,5	18,8	18,9	20,6	13,5

Fonte: Federação Ibero-americana de Bolsas de Valores (*Boletim Anual*, 1997).

TABELA 9
BRASIL
EVOLUÇÃO DO ÍNDICE IFC (1990-95)

MERCADOS	ÍNDICE IFC ^a
Argentina	350
Brasil	679
Chile	340
México	51
Malásia	85
Filipinas	86
Taiilândia	104
Venezuela	181

Fonte: Grimbert *et al.* (1995).

Nota:

(a) Valorização de 1990 a 1995.

De dezembro de 1990 a julho de 1997, o índice Bovespa (Ibovespa) subiu 2.400% em dólar, a maior alta dentre todas as bolsas do mundo, e os fundos *off-shore* concentrados em ações brasileiras lideraram as listas dos mais rentáveis do mundo (Fucs, 1997). De acordo com o Índice IFC, calculado pela *Internacional Financial Corporation*, instituição associada ao Banco Mundial, a Bovespa, entre 1990 e 1995, apresentou melhor desempenho em relação às demais bolsas dos mercados emergentes (Tabela 9).

A participação dos investidores estrangeiros no total negociado na Bovespa aumentou significativamente no período, passando de 6% no segundo semestre de 1991²⁴ para 29,4% em 1995. A partir de 1996, houve pequena redução da participação desses investidores, como mostra a Tabela 10. Apenas as instituições financeiras domésticas negociaram volume maior de recursos, em torno de 40% em 1997.

TABELA 10
BRASIL
PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS NA BOVESPA

ANO	PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS ^a					Em %
	A Vista	A Termo	Opções	Outros	Total	
1993	14,4	-	23,3	8,4	16,0	
1994	26,1	0,1	13,9	9,5	21,4	
1995	35,0	0,0	2,3	3,3	29,4	
1996	33,3	0,0	2,4	10,2	28,6	
1997	29,4	0,2	6,0	13,0	25,9	

Fonte: Bovespa (*Revista Mensal*, vários números).

Nota:

(a) Dados de final do período.

(24) O dado de 1991 foi obtido em Revista Bovespa (1992/1996). Os dados detalhados sobre a participação dos investidores estrangeiros nos negócios da Bovespa passaram a ser publicados em 1993.

Os negócios realizados pelos investidores estrangeiros concentraram-se no mercado a vista e, principalmente, nas ações de primeira linha das empresas estatais em processo de privatização. Assim, o aumento da participação estrangeira não contribuiu para a redução do grau de concentração do mercado, como revela a Tabela 11. As negociações no mercado a vista com as dez ações mais negociadas correspondiam a 81,85% do total em 1997, contra 81,87% em 1992. As negociações com a ação mais comercializada – ação da Telecomunicações Brasileiras (Telebrás) – correspondiam a 55,86% em 1997, contra 54,79% em 1992. Na média do período, mais de 50% das negociações no mercado a vista concentraram-se nas ações da Telebrás e mais de 70% das negociações totais nas ações desta estatal, da Centrais Elétricas Brasileiras (Eletrobrás),²⁵ da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) e da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobrás).

A elevada concentração do mercado, por sua vez, foi um dos fatores que desestimulou a aquisição de ações de segunda e terceira linha. Esses papéis são pouco negociados e, conseqüentemente, sua liquidez é pequena, e um dos critérios adotados para a composição dos portfólios é exatamente a possibilidade de se realocarem os recursos rapidamente e com a menor perda de capital. Assim, quando adquirem esse tipo de papéis, os investidores estrangeiros costumam mantê-los em carteira por um período de tempo maior, até que atinjam a valorização prevista (Luane, 1997). Mas, o interesse por essas ações tem crescido gradualmente, sobretudo pelos papéis de empresas exportadoras de *commodities* – como papel e celulose, siderurgia, mineração –, cujo desempenho transcende o fato de estarem localizadas no Brasil, de empresas estatais estaduais, que devem ser privatizadas – como Centrais Elétricas de Minas Gerais (Cemig), Telecomunicações de São Paulo (Telesp) e Companhia de Gás de São Paulo (Comgás) –, e de grandes bancos varejistas (Unibanco, Itaú e Bradesco). A participação desses papéis nos portfólios também aumenta em períodos de crescimento econômico, já que o desempenho das empresas de segunda e terceira linha é mais afetado pelas condições macroeconômicas.

TABELA 11
BRASIL
CONCENTRAÇÃO DOS NEGÓCIOS NO MERCADO A VISTA

ANO	Em %		
	A MAIOR	AS CINCO MAIORES	AS DEZ MAIORES
1991	41,25	75,11	81,48
1992	54,79	74,14	81,87
1993	50,19	71,31	80,54
1994	40,14	69,17	77,64
1995	49,79	71,96	80,88
1996	61,21	75,83	84,67
1997	55,86	72,94	81,85

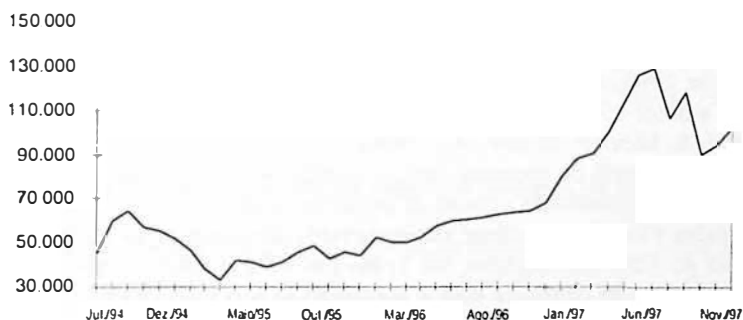
Fonte: Bovespa (*Revista Mensal*, vários números).

(25) O volume de negócios com ações da Eletrobrás foi estimulado pelo *Block Trade* realizado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – Participações (BNDESpar) em julho de 1994 (Souza, 1998).

Como os negócios dos investidores estrangeiros concentraram-se nas ações das estatais e envolveram elevadas somas de dinheiro, os movimentos de realocação dos portfólios desses investidores passaram a exercer forte influência no comportamento do Ibovespa, que é um indicador da evolução das cotações dos papéis mais negociados.²⁶ Essa influência tornou-se evidente durante as crises mexicana e asiática. Como se pode verificar na Figura 2, nos dois momentos – final de 1994/início de 1995 e segundo semestre de 1997 – o Ibovespa apresentou expressiva desvalorização, como consequência da venda de posições por parte dos investidores estrangeiros para cobrir perdas em outros mercados emergentes e/ou aumentar o caixa para fazer frente aos resgates dos cotistas.

No primeiro trimestre de 1995, quando foram repatriados R\$ 570 milhões, o Ibovespa caiu 31%. Em 1997, após a trajetória ascendente no primeiro semestre, estimulada pela entrada de recursos externos, o Ibovespa apresentou alta volatilidade, reflexo da crise asiática e da realocação dos portfólios dos investidores estrangeiros. A oscilação do Ibovespa entre os dias 23 e 30 de outubro foi a maior registrada em todas as crises dos últimos dez anos, como mostra a Tabela 12 (Balarin, 1997). Um dos fatores determinantes da maior volatilidade da Bovespa durante a crise asiática foi o movimento de internacionalização dos fundos de investimento locais.²⁷ Os fundos *off-shore* altamente alavancados em títulos da dívida externa (*bradies*) tor-

FIGURA 2
BRASIL
EVOLUÇÃO DO IBOVESPA



Fonte: Bovespa (*Revista Mensal*, vários números).

(26) O Ibovespa é composto de ações que representam 80% do volume negociado a vista nos doze meses anteriores à formação da carteira. É reavaliado quadrimestralmente.

(27) Esse movimento foi viabilizado pela criação, em outubro de 1994, dos Fundos de Investimento no Exterior (FIE), mediante os quais residentes podem aplicar recursos no mercado internacional de capitais; no mínimo, 60% dos recursos devem ser aplicados em títulos *bradies*. Essa medida ampliou o segundo nível de abertura financeira.

TABELA 12
BRASIL
VOLATILIDADE DO IBOVESPA

PERÍODO	VOLATILIDADE ^a
<i>Crash</i> de 1987 (19/10/87 a 30/10/97)	6.9
Plano Collor (13/3/90 a 5/4/90)	12.9
Crise do México (19/12/94 a 16/1/95)	6.7
Início da crise na Ásia (10/7/97 a 22/7/97)	6.9
<i>Crash</i> de 1997 (23/10/97 a 30/10/97)	13.2

Fonte: Balarin (1997).

Nota:

(a) Oscilação média diária.

raram-se mais um 'canal de transmissão' das instabilidades do mercado financeiro internacional. Esses fundos venderam suas posições em ações para cobrir as perdas no mercado de *bradies* e as margens na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), num contexto de falta de liquidez no mercado de renda fixa e interbancário (Balarin, 1997).

A alta volatilidade da Bovespa após julho de 1997, somada às expectativas pessimistas em relação ao desempenho macroeconômico do país – baixo crescimento econômico e elevado déficit em conta corrente –, provocou um deslocamento de 5% a 10% dos recursos até então alocados no Brasil para o México. O aumento das posições em ações mexicanas foi estimulado pelas previsões de manutenção do ritmo de crescimento econômico em 1998, pelo patamar da razão preço/lucro, o mais favorável da região, e pelo ótimo desempenho das ações do setor bancário e do comércio varejista, associado ao crescimento econômico a partir de 1996 (Katz e Capell, 1997). No início de 1998, o Brasil recuperou a posição perdida logo após a crise asiática, voltando a deter 45% do portfólio recomendado pelo *Morgan Stanley Dean Witter*, contra 34% do México (Bittencourt, 1998).

Outra mudança estrutural do mercado após o avanço do processo de abertura financeira em 1991 foi o aumento do volume de negócios diários e, assim, da liquidez das ações negociadas (Tabela 13). Esse volume passou de um patamar de US\$ 32 milhões para mais de US\$ 400 milhões em 1996. De 1996 a 1997, o aumento de mais de 100% do volume de negócios esteve associado às privatizações da CVRD e de várias empresas de energia elétrica estaduais e à venda de participações minoritárias por parte do BNDESpar e dos governos estaduais. Além disso, os negócios foram estimulados pelo avanço do processo de privatização dos sistemas Telebrás e Eletrobrás, com o início dos estudos de avaliação e modelagem de venda das empresas integrantes desses sistemas e a montagem das agências de regulação para os setores de telecomunicações, energia elétrica e petróleo – Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel), Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) e Agência Nacional de Petróleo (ANP), respectivamente. Mais uma vez, esse aumento não se refletiu na 'pulverização' dos negócios, que se concentraram nas ações das empresas estatais.

TABELA 13
BRASIL
RESUMO GERAL DOS NEGÓCIOS: MÉDIAS DIÁRIAS

ANO	NEGÓCIOS	TÍTULOS	VOLUME ^a
1991	4.621	12.024	32.456
1992	6.792	45.850	46.854
1993	7.999	24.575	110.136
1994	10.231	36.250	346.814
1995	8.703	28.507	266.548
1996		30.075	406.697
1997	12.822	37.049	829.079

Fonte: Bovespa (*Revista Mensal*, vários números).

Nota:

(a) Em R\$ mil de dezembro de 1997.

A evolução da capitalização do mercado (ou seja, do valor das empresas listadas em bolsa) também demonstra o aprofundamento do mercado secundário de ações doméstico. Como mostra a Tabela 14, o crescimento desse mercado no período foi significativo: atingiu US\$ 255,4 bilhões em 1997, contra US\$ 43,6 bilhões em 1991. As empresas estatais foram as principais responsáveis pelo aumento na capitalização total da Bovespa. Em 1997, o valor de mercado das ações das estatais tiveram uma alta de 22,4%, contra 11,7% das empresas privadas (Bovespa, 1998).

Em 1995, a Bovespa tornou-se o mercado mais líquido da América Latina – maior volume negociado e maior capitalização de mercado –, uma vez que, a partir de 1994, passou a receber recursos da Bolsa de Valores do México, que até 1993 era a principal bolsa da região. Em 1993, a Bovespa negociava US\$ 140 milhões, enquanto a Bolsa do México negociava US\$ 500 milhões, diariamente. Em 1996, a Bovespa negociava US\$ 348 milhões; a Bolsa mexicana, US\$ 171 milhões (Tabela 15).

TABELA 14
BRASIL
QUANTIDADE E VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS LISTADAS EM BOLSA

ANO	EMPRESAS COM AÇÕES		VALOR DE MERCADO ^a (US\$ mil)	VARIACÃO (%)
	Registradas	Negociadas		
1990	615	579	15.373	(65,2)
1991	601	570	43.615	183,7
1992	597	565	45.261	3,8
1993	582	551	99.430	119,7
1994	582	549	189.058	90,1
1995	577	547	147.560	(21,9)
1996	589	554	216.927	47,0
1997	592	545	255.409	17,7

Fonte: Bovespa (*Revista Mensal*, vários números).

Nota:

(a) O valor de mercado refere-se às empresas com ações negociadas.

TABELA 15
INDICADORES COMPARATIVOS DAS BOLSAS LATINO-AMERICANAS (1996)

BOLSAS	CIAS. LISTADAS	VARIAÇÃO DO ÍNDICE (%)	VOLUME DE NEGÓCIOS ^a (US\$ milhões)	CAPITALIZAÇÃO (US\$ milhões)
Bovespa	551	44,7	348	216.927
Buenos Aires	147	13,9	124	44.670
Santiago	290	-2.715,0	33	65.860
México	193	-1,2	171	106.780

Fonte: Federação Ibero-americana de Bolsas de Valores (*Boletim Anual*, 1997).

Nota:

(a) Média diária.

IMPACTO DA ABERTURA FINANCEIRA SOBRE O MERCADO PRIMÁRIO DE AÇÕES

Vários autores ressaltam que o efeito imediato da abertura dos mercados acionários dos países em desenvolvimento a investimentos estrangeiros de portfólio é o aumento do preço das ações negociadas no mercado secundário. Esse crescimento e, conseqüentemente, o aumento da relação 'preço/valor' patrimonial tornariam as emissões primárias mais atrativas, pois sinalizariam a possibilidade de alavancagem de um volume maior de recursos com a colocação de mesma quantidade de ações, reduzindo o custo envolvido na obtenção de recursos através da subscrição de ações. Assim, o mercado primário de ações seria estimulado tanto pela dinamização das bolsas de valores, devido ao aumento dos investimentos estrangeiros, quanto pela participação direta desses investidores nas emissões primárias. No entanto, como se verá a seguir, a evolução das novas emissões de ações no período revela que foram pouco significativos os efeitos dinamizadores da abertura financeira sobre o mercado primário de ações.

Como mostra a Tabela 16, o volume de emissões primárias manteve-se num patamar inferior a US\$ 1 bilhão no biênio 1992-93. Esse volume aumentou significativamente em 1994, atingindo a cifra de US\$ 2,6 bilhões. A maior parte desses recursos foi captada por empresas estatais – Eletrobrás, Centrais Elétricas de São Paulo (Cesp) e Sistema Telebrás (Quadro 4).

TABELA 16
BRASIL
MERCADO PRIMÁRIO DE AÇÕES

ANO	VOLUME EMITIDO (US\$ milhões)	NÚMERO DE CIAS. ABERTAS
1992	900	861
1993	800	840
1994	2.600	846
1995	2.100	874
1996	9.155	925
1997	3.505	968

Fonte: CVM (*Informativo Mensal*, vários números).

QUADRO 4
BRASIL
PRINCIPAIS EMISSÕES PRIMÁRIAS DE AÇÕES (1994-97)

DATA	EMPRESA	VALOR (US\$ MIL)	COMENTÁRIO
1994			
abr.	BFB	87	Banco Itaú comprou o controle
set.	Telebrás	370	Lançou <i>ADR</i> II em outubro de 1992
out.	Eletrobrás	739	Lançou <i>ADR</i> I em dezembro de 1994
out.	Cesp	238	Lançou <i>ADR</i> I em fevereiro de 1994
dez.	Telerj	94	
dez.	Telesp	117	
dez.	Telemig	94	
dez.	Suzano	52	Lançou <i>ADR</i> I em novembro de 1993
1995			
jan.	Grupo Econômico	417	
mar	Jan	110	
jun.	Perdigão	55	Reestruturação societária
jul.	Iven	207	
jul.	Bradesco	80	
jul.	Cia. Latino-americana	323	
set	Pão-de-Açúcar	112	Abertura de capital e lançamento de <i>ADR</i> III
set	Itautec-Philco	120	Reestruturação societária
nov.	Moinho Santista	89	
1996			
fev.	Bradesco	102	
abr.	Globex Util	59	Lançou <i>ADR</i> I em fevereiro de 1997
maio	Banco do Brasil	8.003	Capitalização por parte do governo federal
ago.	Acesita	161	Lançou <i>ADR</i> I em julho de 1994
out.	Celesc	112	Lançou <i>ADR</i> I em setembro de 1996
out.	Brazil Realty	80	Grupo Soros. Lançou <i>ADR</i> I em outubro de 1996
out.	Multicanal	107	Lançamento de <i>ADR</i> III
1997			
jan.	Ferronorte	333	
abr.	Caemi	179	
abr.	La Fonte	94	
maio	Lalasa	82	Lançamento de <i>ADR</i> 144A
maio	Pão-de-Açúcar	52	Lançou <i>ADR</i> III em setembro de 1995
jun	Unibanco Holding	78	Lançamento de <i>ADR</i> III para compra do Banco Nacional
jun.	Unibanco	157	Lançamento de <i>ADR</i> III para compra do Banco Nacional
jun.	Bombril	315	Lançou <i>ADR</i> I em maio de 1994
jul.	Copel	493	Lançamento de <i>ADR</i> III
ago.	Copel	74	
nov.	Unibanco Holding	165	
nov.	Bompreço Supermercado	173	
nov.	Cia. Hering	95	
dez.	Eletropaulo	629	
dez.	Coteminas	92	Lançamento de <i>ADR</i> III

Fontes: CVM (1997) e Souza (1998).

Em 1996, o aumento expressivo do volume das emissões – US\$ 9,1 bilhões – esteve associado ao processo de capitalização do Banco do Brasil, que envolveu uma chamada de capital de US\$ 8 bilhões. Assim, houve retração no volume de emissões privadas, que atingiu apenas US\$ 1,1 bilhão, contra US\$ 2,1 bilhões em 1995. Em 1997, ocorreu a recuperação das emissões primárias, que alcançaram US\$ 3,5 bilhões. Destacaram-se, nesse processo, as ofertas públicas de ações das empresas de energia elétrica – Companhia Paranaense de Eletricidade (Copel) e Eletricidade de São Paulo S.A. (Eletropaulo) – e as emissões privadas associadas ao lançamento de recibos de depósitos de ações no mercado americano – *American Depositary Receipts (ADR)*²⁸ (ver Quadro 4).

O número de companhias abertas aumentou continuamente a partir de 1992 (ver Tabela 16), mas grande parte desse aumento refere-se ao lançamento de debêntures por companhias de *leasing* e empresas de securitização de recebíveis. Por exemplo, em 1997, dos 73 pedidos analisados, 53 referiam-se a lançamento de debêntures e apenas vinte a ações (Jabur, 1997).²⁹ As aberturas de capital com o objetivo de emitir ações no mercado primário foram realizadas, principalmente, por empresas familiares de médio porte, que abriram capital com vistas a colocar *ADRs* no exterior, e por empresas estatais passíveis de privatização (Souza, 1998). Em 1997, um número expressivo de aberturas de capital não resultou em emissão primária de ações, pois decorreu de operações de *block trade* (distribuição secundária de participação detida por acionista) de ações de empresas estatais estaduais, realizadas pelo BNDESpar e pelos respectivos governos.

Assim, o mercado acionário brasileiro continua sendo fonte insignificante de financiamento para as empresas brasileiras. Excluída a chamada de capital do Banco do Brasil, o volume de emissões, entre 1992 e 1997, foi de apenas US\$ 11 bilhões, dos quais a maior parte constituiu captação de recursos pelas empresas estatais. Os lançamentos de ações das empresas privadas (Aracruz, Multicanal e grupo Pão-de-Açúcar) tiveram como principal estímulo a captação de recursos no mercado internacional via *ADRs* nível III. Na realidade, como a demanda dos investidores locais por ações permaneceu pequena, as operações de maior porte só se tornaram viáveis com a participação de investidores estrangeiros, através de *ADRs*. Algumas emissões primárias também foram seguidas por lançamentos de *ADR* nível I, como mostra o Quadro 4.

CONCLUSÃO

A abertura financeira na década dos 90 ampliou significativamente o acesso de não-residentes ao mercado financeiro brasileiro, nos segmentos de renda fixa e variável. As aplicações no mercado acionário doméstico tornaram-se livres de restrições

(28) A captação de recursos externos mediante a emissão de *ADRs* é analisada no artigo *Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional nos anos 90*, neste volume.

(29) Parte das emissões é realizada no mercado de balcão e, assim, não resulta num aumento do número de empresas com ações negociadas em bolsa (Jabur, 1997).

quanto ao prazo mínimo de permanência e à composição do portfólio com a criação do Anexo IV à Resolução nº 1.289/87, o qual se tornou a principal modalidade de investimento de portfólio no país. As demais alternativas de investimento via mercado de câmbio comercial restringem-se a fundos de investimento especializados, sujeitos a critérios de aplicação. A única opção de investimento totalmente livre de restrições quanto ao tipo de aplicação permitida são as contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante, que constituem o principal canal de ingresso dos fluxos de *hot money* no país.

Assim, mediante o marco regulatório adotado, a autoridade monetária procurou selecionar os fluxos de capitais cursados pelo mercado de câmbio comercial, criando modalidades de aplicação específicas para os investimentos em renda variável e renda fixa, com diferentes graus de atratividade de acordo com a tributação incidente, e, simultaneamente, instituiu um instrumento de aplicação via mercado de câmbio flutuante, livre de restrições, que absorveu os recursos externos mais especulativos. Ainda em relação ao primeiro nível de abertura financeira, vale mencionar o acesso limitado dos investidores do Anexo IV ao mercado de derivativos doméstico, os quais podem manter posições nesse mercado apenas para efeito de *hedge*.

O ingresso dos recursos mais voláteis foi desestimulado em momentos de abundância de divisas pela imposição de controles indiretos sobre os fluxos de capitais, principalmente tributários, mas não se recorreu a controles diretos, tais como prazos mínimos de permanência no país e depósitos compulsórios de parcela dos recursos, como no Chile. Além disso, os investimentos em renda variável (Anexo IV) beneficiaram-se da isenção de Imposto de Renda sobre ganhos de capital e de IOF no momento de ingresso no país. Esse tratamento privilegiado seria justificado pelos efeitos potencialmente virtuosos de tais investimentos sobre as bolsas de valores domésticas – aumento do volume negociado, da liquidez e do valor de mercado das ações –, os quais, por sua vez, estimulariam a emissão primária de ações pelas empresas. No entanto, como já visto, isso não ocorreu, ou seja, não houve nenhum efeito benéfico. Ademais, os investimentos estrangeiros em ações também são voláteis e podem ter consequências perversas sobre as bolsas de valores e o mercado de câmbio – consequências essas, aliás, que se explicitaram na crise de outubro de 1997. A desvalorização do patrimônio em ações detido pelos não-residentes (que não ocorre no caso dos investimentos em renda fixa) resulta em menor pressão sobre as reservas cambiais em situações de fuga de capitais, porém a concentração dos fluxos de portfólio em renda variável reduz a eficácia da política monetária nessas situações, uma vez que um aumento da taxa de juros é praticamente inócuo para reverter as expectativas dos investidores.

Dessa forma, se, por um lado, as medidas de desestímulo aos investimentos estrangeiros de curto prazo em renda fixa foram eficazes para diminuir a participação desses recursos no total da captação externa num contexto de abundância de capitais externos, não foram instituídos, por outro lado, mecanismos que contribuíssem para amenizar a saída de capitais em momentos de reversão dos fluxos, como no último trimestre de 1997, e de crise cambial, como em janeiro de 1999. Assim, os recursos que ingressam tanto pelo segmento livre – direcionados a aplicações em renda fixa

e/ou variável – quanto pelas contas de não-residentes do mercado flutuante (CC-5) apresentam elevado grau de conversibilidade, ou seja, conseguem ‘abandonar’ o país rapidamente e com pouca perda de capital.

Vale mencionar uma especificidade da abertura financeira da economia brasileira em relação a outros países latino-americanos (a Argentina, por exemplo): a proibição de depósitos em moeda estrangeira de não-residentes no sistema bancário doméstico. Ou seja, a abertura financeira não foi completa, pois não atingiu o terceiro nível referente à conversibilidade interna da moeda.

No Brasil, também existem restrições no segundo nível de abertura financeira, pois é vetado o endividamento de não-residentes no mercado financeiro local, o que diminui o espaço para operações especulativas desses agentes contra a moeda nacional. No entanto, com a criação do Fundo de Investimento no Exterior (FIE), em outubro de 1994 – cujo objetivo era estimular a saída de recursos e, dessa forma, atenuar as pressões do ingresso de capitais sobre a base monetária –, ampliou-se o segundo nível de abertura financeira, abrindo espaço para operações de arbitragem entre aplicações em renda fixa no mercado doméstico e em títulos *bradies*, as quais constituíram fonte importante de pressão sobre o mercado de câmbio na crise de outubro de 1997. As demais alternativas de saídas de capitais dos investidores residentes mediante o mercado de câmbio flutuante (remessas de recursos pelas contas de não-residentes e investimentos brasileiros no exterior) também podem converter-se em importantes fatores de pressão sobre as reservas, como de fato ocorreu nos meses que antecederam a desvalorização cambial de janeiro de 1999.

Em relação aos impactos dos investimentos estrangeiros de portfólio sobre o mercado financeiro doméstico, o segmento mais atingido pelo ingresso desses investimentos foi o mercado secundário de ações. O aumento da participação dos investidores estrangeiros nos negócios diários da Bovespa foi acompanhado pelo crescimento contínuo dos volumes negociados e da capitalização do mercado. A dinamização do mercado secundário, no entanto, não estimulou o financiamento mediante a emissão de ações, o que está relacionado a vários fatores, dentre os quais se destacam:

- o grau de concentração dos negócios na Bovespa não diminuiu na década dos 90, pois os investidores estrangeiros adquiriram, essencialmente, ações de empresas estatais, tendo em vista a perspectiva de valorização após a privatização. A abertura financeira não resultou, portanto, num aumento do valor de mercado e da liquidez das ações das empresas privadas, o que desestimulou a demanda dos investidores e a realização de novas colocações pelas empresas. Criou-se, assim, um círculo vicioso, pois o pequeno volume de emissões primárias implicou redução da participação relativa das ações dessas empresas no mercado secundário, o que contribuiu para a concentração das negociações nos papéis mais líquidos;
- os processos de fusão e aquisição, com participação ativa de investidores estrangeiros,³⁰ também desestimularam as aberturas de capital. Os controladores opta-

(30) Como, por exemplo: Refripar com Eletrolux; Cofap e Metal Leve com o grupo alemão Mahle; Arno com o grupo francês SEB; Brasmotor com o grupo americano Whirlpool (Souza, 1998).

ram por negociar o controle em vez de abrir o capital. Além disso, o movimento de desnacionalização resultou, em alguns casos, no fechamento de capital de empresas anteriormente listadas em bolsa. Em geral, as empresas estrangeiras são de capital fechado, com fontes de financiamento essencialmente externas (Souza, 1998);

- as empresas de capital nacional, por suas próprias características, predominantemente familiares, temem a abertura de capital, devido ao risco de perda de controle acionário. No caso das empresas de grande porte, a captação de recursos mediante emissão de títulos de renda fixa no exterior constituiu uma opção barata de financiamento e não exige abertura de capital;
- a pouca demanda por ações existente diante do tratamento inadequado dado ao acionista minoritário e das taxas de juros vigentes no mercado financeiro doméstico. Com isso, os investidores exigiram deságios em relação ao valor patrimonial para subscrever ações, o que, por sua vez, acabou desestimulando a abertura de capital;
- os custos envolvidos na abertura de capital e na manutenção do registro em bolsa são elevados para as empresas de médio porte (auditorias externas, taxas pagas à CVM e à bolsa, publicações obrigatórias, necessidade de manter um departamento de relações com o mercado etc.). No entanto, a abertura financeira facilitou o processo de abertura de capital, pois implicou crescente padronização das práticas e demonstrativos contábeis e dos procedimentos de abertura de capital, lançamento de títulos e listagem em bolsa (Souza, 1998); e
- as condições macroeconômicas também foram entraves ao desenvolvimento do mercado primário de ações, que foi desestimulado pela instabilidade inflacionária vigente até 1994 e, no período após o Plano Real, pela manutenção de elevadas taxas de juros e pelas baixas taxas de investimento vigentes na época.

Portanto, o aumento da capitalização e da liquidez no mercado secundário é condição necessária, mas não suficiente, para a superação das fragilidades estruturais do mercado de capitais enquanto fonte de financiamento das empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKYÜZ, Yilmaz

1993 *Financial liberalization: the key issues*. Genebra : UNCTAD (Discussion Papers, 36).

AKYÜZ, Yilmaz ; CORNFORD, Andrew

1994 *Regimes for international capital movements and some proposals for reform*. Genebra : UNCTAD (Discussion Papers, 83).

ANDIMA

1997a *Relatório econômico: Brasil para investidores estrangeiros*. São Paulo : Associação Brasileira de Mercado Aberto.

ANDIMA

- 1997b *Sinopse Andima*. São Paulo : Associação Brasileira de Mercado Aberto. Vários números.
- 1998a *Sinopse Andima*. São Paulo : Associação Brasileira de Mercado Aberto, fev./mar.
- 1998b *Súmula – Fundos de capital estrangeiro*. São Paulo : Associação Brasileira de Mercado Aberto.

APPY, Bernardo *et al.*

- 1995 Política Financeira. In: PORTUGAL JR., José Geraldo (Coord.). *Gestão estatal no Brasil: os limites do liberalismo: 1990-1992*. São Paulo : Fundap/Instituto de Economia do Setor Público.

BAER, Monica

- 1995 Sistema financeiro internacional: oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, n. 42, p. 99-112, jul.

BALARIN, Raquel

- 1997 Globalização atçou volatilidade da Bovespa. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 3 de nov., p. B-5.

BALARIN, Raquel; LUANE, K.

- 1998 Recursos externos retornam às bolsas. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 15 de fev., p. B-1.

BALARIN, Raquel; MAGALHÃES, L.

- 1997 Recursos externos voltam às bolsas. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 10 de dez., p. B-2.

BANCO CENTRAL

- 1993a *O Regime cambial brasileiro. Evolução recente e perspectivas*. Brasília: Banco Central do Brasil.
- 1993b *Boletim do Banco Central*, Brasília : Banco Central do Brasil. Vários números.
- 1994 *Boletim do Banco Central*, Brasília Banco Central do Brasil. Vários números.
- 1995 *Boletim do Banco Central*, Brasília Banco Central do Brasil. Vários números.
- 1996 *Boletim do Banco Central*, Brasília Banco Central do Brasil. Vários números.

BANCO CENTRAL

1997 *Boletim do Banco Central*, Brasília Banco Central do Brasil. Vários números.

BARBER, R. ; GHILARDUCCI, I.

1993 Pension funds, capital markets, and the economic future. In: DYMSKI, G. A. ; EPSTEIN, G. ; POLLIN, R. (Ed.). *Transforming the U.S. financial system: equity and efficiency for the 21st century*, Economic Policy Institute Series. Armonk: M. E. Sharpc, Inc.

BITTENCOURT, Getúlio.

1996 Bancos sugerem aplicar no Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 6 de fev , p A-1 e B-6.

1998 Brasil reconquista posição. *Gazeta Mercantil Latino-americana*, São Paulo, 23 de fev. a 1º de mar., p. 32.

BOVESPA

1994 *Financiando o desenvolvimento*. São Paulo, nov.

1996 *Guide on how to invest in the brazilian capital market*. São Paulo.

1998 Resenha Anual. *Revista Bovespa*, São Paulo, jan.

CALVO, G. A. ; LEIDERMAN, L. ; REINHART, C. M.

1993 Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *Staff Papers*, Washington, D.C., v. 40, n. 1, p. 108-130, mar.

CARNEIRO, R. *et al.*

1998 Política financeira. In: PORTUGAL JR. , José Geraldo e SAMPAIO, Fernando (Coords.). *Gestão estatal no Brasil: o governo Itamar Franco: 1992-1994*. São Paulo : Fundap/Instituto de Economia do Setor Público.

CARNEIRO, D. ; GARCIA, M.

1994 Flujos de capitales y control monetario bajo substitución doméstica de dinero: la recente experiencia brasileña. In: STEINER, Roberto (Comp.) *Afluencia de capitales y estabilización en la América Latina*. Bogotá : Tercer Mundo.

CARTA DA SOBEET

1997 *Carta da Sobeet*, São Paulo : Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica, ano 1, n. 5, nov./dez.

1998 *Carta da Sobeet*, São Paulo: Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica, ano 2, n. 1, jan./fev.

CHESNAIS, François

1996 *A Mundialização do capital*. São Paulo : Editora Xamã.

CHESNAIS, François (Org.)

1996 *La Mondialisation financière*. Genève, coût et enjeux. Paris : Syros.

CHUNAN, P.

1994 *Are institutional investors an important source of portfolio investment in emerging markets?* Washington Dc: World Bank (World Bank Policy Working Paper, n° 1234).

CORRÊA, F.

1998 Crescem as aplicações do investidor estrangeiro. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 13-15 de mar., p. B-12.

CORRÊA, F. ; MAGALHÃES, L.

1998 Estrangeiro deverá optar por migração e sair dos FIF. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 22 de mar., p. B-1.

OSTA, E. S.

1993 *Capital estrangeiro na Bolsa de Valores*. Brasília : Depec/Copec. Banco Central do Brasil (Nota Técnica n° 93/002).

VM – Comissão de Valores Mobiliários

1994 *Estatísticas do Anexo IV*. São Paulo.

1995 *Estatísticas do Anexo IV*. São Paulo.

1997 *Informativo Mensal*, São Paulo. Vários números.

CULPEPER, R.

1997 Retomada das afluências de capital privado para a América Latina: o papel dos investidores norte-americanos. In: FRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES, S. (Org.). *Os Fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, p. 41-77.

ECONOMIST, THE

1997 Europe's fund phobia. *The Economist*, London, v. 346, n. 8061, mar., 29th, p. 75-76.

EL-ERIAN, M. A.

1992 *Restoration of access to voluntary capital market financing*. Staff Papers, Washington, v. 39, n. 1, mar.

FARNETTI, R.

1996 Les Rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée. In: CHESNAIS, F. (Coord). *La Mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*. Paris : Syros, p. 185-212.

FERREIRA, A.

1997 Poucas empresas têm, de fato, negócios em bolsa. *O Estado de S. Paulo*, São Paulo, 30 de dez., p. B-12.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal

1995 *O Financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*. Campinas. Tese de (Doutoramento), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal ; FREITAS, Maria Cristina Penido

1990 *O Mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80*. São Paulo : Fundap/lesp (Estudos de Economia do Setor Público, nº 1).

FREITAS, Maria Cristina Penido

1998 Os Fundos de pensão e o financiamento da infra-estrutura. In: REZENDE, Fernando; PAULA, Tomás Bruginski de (Coord.) *Infra-estrutura: perspectivas de reorganização e financiamento*. Brasília: Ipea/Secretaria do Planejamento.

FUCS, José

1997 11.000 e daí?. *Exame*, São Paulo, ano 30, n. 13, 18 de jun., p. 92-95.

GARCIA, Márcio G. P. ; BARCINSKI, Alexandre

1996 *Capital flows to Brazil in the nineties: macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls*. Rio de Janeiro : PUC-Rio/Departamento de Economia (Texto para Discussão, 357).

GONÇALVES, Reinaldo

1995 Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, Renato (Org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro : Campus.

GOOPTU, S.

1993 *Portfolio investment flows to emerging markets*. Washington, D.C: World Bank. (Working Papers, 1.117).

GRIFFITH-JONES, S.

1997 As Afluências dos fundos privados europeus para a América Latina: fatos e idéias. In: FFRENCH-DAVIS, R. ; GRIFFITH-JONES, S. (Org.). *Os Fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, p. 78-112.

GRIMBERT, D. *et al.*

1995 *Les Marchés émergents*. Paris : Édition Economica.

IMF – International Monetary Fund

1995 *Internacional capital markets: develop-ments, prospects and policy issues*. Washington, D.C. (World Economic and Financial Surveys).

JABUR, M. A.

1997 Abertura de capital tem procura recorde. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 23 de dez., p. C-1.

JACK, Andrew

1997 By the left, start, stop. *The Banker*, London, p. 31-32, july.

KATZ, I. ; CAPELL, K.

1997 Latin America weathers the storm. *Business Week*, Sept. 22, p. 48-49.

LUANE, Katia

1997 Bovespa abaixo de Milão e Zurique. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 de dez., p. A-1 e B-5.

PEREIRA, A. S.

1997 Comportamento das emissões de bônus e do investimento no Anexo IV. *Investimentos Externos*. São Paulo : Anbid, out., p. 12-13.

PRATES, Daniela M.

1997 *Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90*. Campinas. Dissertação de (Mestrado), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.

REVISTA BOVESPA

1992/1996 *Revista Bovespa*. São Paulo, jan.

SOUZA, Eduardo Pires de

1993 *O Novo regime cambial brasileiro e suas conseqüências para a política econômica*. Brasília : Ipea (Texto de Discussão, 18).

SOUZA, L. A. de

1998 *O Mercado de capitais brasileiros no período 1987-97*. Campinas. Tese de (Doutoramento), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.

STEINER, R.

1994 *Capital inflows in Latin America: cause, consequences and policy options*. Trabalho apresentado no “Encontro de Mangaratiba”, Rio de Janeiro, 16-19 de mar., mimeo.

EMISSÕES BRASILEIRAS NO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL NOS ANOS 90

DANIELA MAGALHÃES PRATES
MARIA CRISTINA PENIDO DE FREITAS

O retorno do crédito externo voluntário para a América Latina e para o Brasil, a partir do final da década passada, ocorreu, fundamentalmente, mediante a emissão de títulos de dívida direta no mercado internacional de capitais.¹ Para viabilizar a captação de recursos pelas novas modalidades de crédito, foi necessário adequar o marco regulatório doméstico ao modelo contemporâneo de financiamento internacional, ancorado na securitização das dívidas e na dissolução das fronteiras entre os segmentos de renda fixa e variável, bem como entre os mercados de crédito e de capitais (dívida ‘indireta’ e direta, respectivamente). Nesse modelo, surgiram novos instrumentos financeiros, tais como títulos e debêntures conversíveis em ações, empréstimos conversíveis em títulos, títulos de dívida estruturados com instrumentos derivativos etc. (Ferreira e Freitas, 1990; e Ferreira, 1995).

A ampliação do acesso dos residentes às fontes externas de financiamento – ao lado da abertura do mercado financeiro doméstico ao ingresso de investidores estrangeiros² – viabilizou a reinserção do Brasil no mercado financeiro internacional,

(1) Vale destacar que a predominância do financiamento mediante a emissão de *securities* não significa que os empréstimos sindicalizados para os países em desenvolvimento foram insignificantes nos anos 90. Segundo dados do Banco para Compensações Internacionais (BIS), esses empréstimos foram direcionados, principalmente, para os países asiáticos e, em menor medida, para os latino-americanos.

(2) A respeito, para mais detalhes, ver artigo *Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico*, neste volume.

no qual os fluxos de portfólio – aquisição de títulos e ações, seja neste mercado, seja nos mercados financeiros domésticos – são atualmente predominantes.

Neste artigo, são analisados os impactos da abertura financeira sobre o mercado de crédito doméstico. Mais especificamente, são examinados os efeitos das captações de recursos pelas instituições financeiras mediante a emissão de títulos no exterior sobre o *funding* do sistema bancário. Na primeira parte, apresentam-se as mudanças realizadas no marco regulatório referentes à emissão de títulos no exterior por parte dos bancos e empresas residentes. Na segunda, são descritos os principais instrumentos utilizados. Na terceira, analisa-se o papel dos bancos na emissão de títulos no exterior. Na quarta parte, examina-se a evolução do volume de captação externa no período 1992-97. Finalmente, na quinta parte, avaliam-se os impactos da abertura financeira sobre o mercado de crédito doméstico.

MARCO REGULATÓRIO

A ampliação do primeiro nível de abertura financeira no que diz respeito à colocação de títulos de dívida direta no exterior teve início em 1990, quando as instituições financeiras brasileiras foram autorizadas a emitir *commercial papers*, nos moldes da Resolução nº 63, ou seja, para repasse interno dos recursos corrigidos pela variação cambial. Desde então, foi ampliado o leque de instrumentos financeiros à disposição dessas instituições e de empresas não-financeiras para a captação de recursos no mercado internacional de capitais, com a autorização para emissão de *export securities* e títulos e debêntures conversíveis em ações pelas empresas e de certificados de depósitos pelas dependências externas dos bancos.

Em relação aos instrumentos mais convencionais – *eurobônus* e *fixed e floating rates notes* – sua emissão pelas empresas não-financeiras residentes já era permitida desde a década dos 60, para os dois primeiros instrumentos, e após a década dos 70, para as *floating rates notes*³ (Costa, 1994). A Lei nº 4.131, de 1962, regulamenta tanto o endividamento externo indireto (empréstimos bancários), quanto o endividamento externo direto (naquele momento, emissão de euronotas e eurobônus, os instrumentos então disponíveis) das empresas. Contudo, na década dos 70, os empréstimos bancários eram a modalidade de crédito externo mais barata e abundante.⁴ Apesar de viável em termos legais, a emissão de euronotas e eurobônus no mercado internacional tornou-se uma opção de financiamento para as empresas brasileiras

- (3) A utilização de taxas de juros flutuantes tornou-se prática predominante no mercado internacional de capitais na década dos 70, como forma de neutralizar a maior instabilidade das taxas de câmbio e de juros vigentes após o colapso do sistema de *Bretton Woods*. Para maiores detalhes, ver Ferreira e Freitas (1990).
- (4) O financiamento através da emissão de títulos era caro devido à escassez de demanda, uma vez que os agentes líquidos – principalmente os países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opecp) – aplicavam seus recursos em depósitos bancários no euromercado. A expansão do mercado internacional de títulos ocorreu ao longo dos anos 80, mas apenas na década dos 90 esse mercado tornou-se acessível às instituições dos países periféricos.

com custos relativamente baixos – em relação às fontes de financiamento interno e aos empréstimos bancários externos – apenas na presente década.⁵ A mudança fundamental introduzida na década dos 90 foi a autorização da emissão desses instrumentos pelas instituições financeiras "*nos termos e nos fins previstos pela Resolução nº 63, de 21/8/1967*" (Resolução do CMN nº 1.835, de 31/7/1991) (grifos nossos).

Assim, a regulamentação dos repasses de recursos externos pelos bancos foi adaptada às novas condições vigentes no mercado financeiro internacional. De acordo com as regras anteriores, os bancos somente podiam realizar repasses de recursos captados mediante empréstimos bancários. As modalidades de repasse desses recursos também foram ampliadas. Apenas eram permitidos empréstimos para indústria, comércio e serviços. Em 1995, foram autorizados créditos com *fundings* externo para os setores imobiliário e rural e, em 1996, para empresas exportadoras (Quadro 1).

QUADRO 1
BRASIL
MODALIDADES DE REPASSE DE RECURSOS EXTERNOS

TIPO DE INSTRUMENTO	CARACTERÍSTICA
Resolução nº 63, de 21/8/1967	Constitui o instrumento mais antigo de repasse de recursos externos pelos bancos. Os empréstimos realizados no âmbito dessa resolução apenas podem ser repassados para empresas e canalizados para indústria, comércio e serviços.
Resolução nº 2.148, de 16/3/1995	Captação de recursos externos pelos bancos destinada a repasses a pessoas físicas e jurídicas para financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária. Prazo mínimo de captação: 180 dias.
Resolução nº 2.170, de 30/6/1996	Captação de recursos externos pelos bancos destinada a repasses a pessoas físicas e jurídicas para financiamento imobiliário (construção e/ou aquisição de imóveis novos). Prazo mínimo: 180 dias.
Resolução nº 2.312, de 5/9/1996	Captação de recursos externos para repasses a empresas exportadoras. Esse instrumento foi instituído com o objetivo de regularizar Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC) que não resultaram em exportações. Prazo mínimo: 180 dias.

Fonte: Banco Central do Brasil (*Boletim Mensal*, dezembro de 1997).

(5) O setor público – estatais, governo federal e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – captou recursos mediante a colocação de bônus e notas no mercado, na década dos 70, dentro da estratégia de financiar o déficit do balanço de pagamentos (processo de estatização da dívida). Para mais detalhes, ver Gomes (1993).

Em 1991, momento inicial de retorno do país ao mercado internacional de capitais, a legislação tornou-se bastante favorável à colocação de papéis no exterior, ao isentá-la de Imposto de Renda sobre os juros e demais custos associados (comissões e despesas decorrentes das colocações desses instrumentos no exterior), desde que com prazos superiores a dois anos (Resolução nº 1.847, de 31/7/1991). No entanto, a partir de 1992, os prazos mínimos e a tributação incidente sobre a emissão de títulos e a regulamentação dos repasses de recursos externos (prazos mínimos e regras de aplicação dos recursos) foram alterados recorrentemente, com o objetivo de afetar a atratividade dessa modalidade de captação externa (Quadro 2).

QUADRO 2
BRASIL

CONDIÇÕES DE CAPTAÇÃO E REPASSES DE RECURSOS EXTERNOS

MÊS	EMIÇÃO DE TÍTULOS	REPASSES DE RECURSOS EXTERNOS
Jun./1993	Prazos mínimos para amortização e para efeito de benefício fiscal ampliados de dois para três anos e de cinco para oito anos, respectivamente.	
Nov./1993	Introdução de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 3%.	
Out./1994	IOF ampliado de 3% para 7%.	Prazo mínimo de repasse passou de trinta dias para seis meses. Prazo máximo de três anos não foi modificado
Mar./1995	IOF zero.	
Ago./1995	IOF de 5%.	
Set./1995	IOF decrescente com o prazo: dois anos = 5%; três anos = 4%; quatro anos = 2%; cinco anos = 1%; seis anos = 0%.	
Fev./1996	Mudanças nas alíquotas do IOF: < dois anos = 5%; três anos = 4%; quatro anos = 2%; cinco anos = 1%	Proibidas as aplicações temporárias dos recursos, enquanto não são repassados aos tomadores finais, em NTN-cambiais.
Abr./1997	Alíquota do IOF zerada.	
Jun./1997		Novamente permitidas as aplicações em NTN-cambiais.
Nov./1997	Prazos mínimos para emissão e rolagem reduzidos de três anos para um ano e seis meses, respectivamente.	Autorização de aplicação dos recursos em mais dois títulos públicos com indexação cambial: NTN-D e NTN-I.
Fev./1998	Prazos mínimos para emissão e rolagem ampliados para dois anos e um ano, respectivamente.	
Mar./1998		Apenas 50% dos recursos captados podem ser aplicados em títulos cambiais.

Fontes: Banco Central do Brasil (*Boletim Mensal*, vários números) e Associação Nacional das Indústrias do Mercado Aberto (Andima) (*Sinopse Mensal*, vários números).

Esse movimento esteve subordinado à gestão macroeconômica e à volatilidade dos fluxos de capitais. Por um lado, quando a intensificação da entrada de capitais tornou-se uma ameaça à estabilização econômica – controle da inflação e/ou desequilíbrio do balanço de pagamentos –, foram acionados mecanismos para desestimular as entradas de divisas. Por outro lado, a retração dos fluxos de capitais, num contexto de elevados déficits em conta corrente, como no início de 1995 e no final de 1997, tornou necessária a redução dos controles de capitais. Nesses dois momentos, ficou evidente que a redução dos controles cambiais era apenas conjuntural, até o novo ciclo de abundância de recursos externos.

As mudanças na regulamentação não foram acompanhadas pela flexibilização dos controles do Banco Central sobre as operações de empréstimos em moeda, agora securitizados.⁶ Ainda são muitos os procedimentos formais envolvidos. A autorização prévia para essas operações continua sendo necessária.⁷ O prazo de validade da autorização é de apenas trinta dias, o que pode ser insuficiente no caso de emissões mais complexas, envolvendo diferentes mercados e grandes volumes de recursos.

O prazo de avaliação do pedido de emissão de títulos no exterior é relativamente curto, de uma a duas semanas, dependendo da complexidade da operação. Para conceder a autorização, o Banco Central avalia o custo e o prazo das operações, o cadastro da empresa – que deve apresentar um passado limpo, pois o não-pagamento da dívida por uma empresa brasileira pode contaminar todos os papéis classificados com base no 'risco Brasil' – e a idoneidade de todos os agentes envolvidos na emissão, que devem enviar uma carta ao Banco Central. Nas emissões do Tesouro, deve haver autorização da Secretaria do Tesouro Nacional. Como, nesse caso, o Banco Central é o agente financeiro, ele escolhe o banco emissor, considerando o custo, o desempenho e a estratégia de colocação da instituição. Nas emissões de títulos das estatais e dos bancos públicos, a escolha do banco líder da emissão (*lead manager*) é feita pela própria instituição.

Segundo os bancos que atuam no lançamento de títulos no exterior, alguns procedimentos adotados pelo Banco Central precisam ser adaptados à realidade do mercado. Por exemplo, o Banco Central fixa o custo total da emissão de acordo com o volume envolvido na operação, enquanto apenas a comissão do banco líder é proporcional ao volume; os demais custos são fixos. Contudo, a principal distorção apontada é o critério utilizado na autorização do preço das emissões privadas. Nos pedidos enviados ao Banco Central, os bancos estabelecem o *spread* do papel acima da taxa de juros básica (taxa de juros dos títulos do Tesouro americano do mesmo prazo do papel). Todavia, ao conceder a autorização, o Banco Central fixa o rendi-

(6) As informações sobre os procedimentos de controle do Banco Central na emissão de títulos no exterior foram obtidas em entrevistas com os responsáveis pelos principais bancos que atuam na montagem dessas operações e com membros do Departamento de Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros (Firce), do Banco Central.

(7) No caso dos investimentos externos, direto ou de portfólio, o registro deve ocorrer num prazo de trinta dias após o ingresso no país.

mento total do título – o *spread* mais a taxa de juros básica daquele dia. Como essa taxa não é fixa, mas varia de acordo com as condições do mercado, sua elevação entre o dia da autorização e o dia efetivo do lançamento pode inviabilizar a operação, pois implica redução do *spread* do papel. O aumento da volatilidade do mercado de títulos americano no período também pode exigir um aumento do *spread*. Para contornar essa restrição e obter alguma flexibilidade no momento da emissão, os bancos fixam uma taxa máxima, ou seja, superestimam o *spread* no pedido enviado ao Banco Central.

Segundo Antônio Martins da Cunha França, superintendente adjunto do Firce, esse procedimento não inviabiliza, na realidade, as emissões, pois se a taxa básica registra aumento considerável, o Banco Central emite uma carta autorizando nova taxa. Contudo, para agilizar o processo, o Firce está estudando a possibilidade de alterar esse critério. Os registros de entrada e saída dos fluxos de capitais estrangeiros já estão sendo modernizados. Com o objetivo de tornar todos os procedimentos eletrônicos, por meio do Sistema Eletrônico do Banco Central (Sisbacen), foi criado o Registro Declaratório Eletrônico (RDE), que tem diferentes módulos, os quais correspondem às diversas modalidades de ingresso de recursos externos. Já foram implantados o RDE de portfólio e o Registro de Operações de Financiamento de Importação (ROF). Havia previsão de adotar, ainda, o RDE para investimento direto, importação de tecnologia e, em seguida, para emissão de títulos no exterior. Dessa forma, todo o procedimento – do pedido à autorização da emissão – será eletrônico, o que agilizará sobremaneira o processo.

Vale mencionar que, a despeito da necessidade de modernização dos procedimentos de regulação do mercado pelo Banco Central, os controles sobre os empréstimos em moeda são importantes para evitar a concentração de emissões – e, assim, a queda do preço dos papéis – e garantir que as operações sejam feitas no mercado e tenham 'precificação' correta do 'risco Brasil', o que é fundamental para não afetar a imagem do país no mercado internacional de capitais.

PRINCIPAIS INSTRUMENTOS UTILIZADOS

As *fixed rate notes* são os instrumentos mais utilizados pelas empresas brasileiras e pelos bancos nas operações de repasse de recursos externos. Os termos 'eurobônus' e 'euronotas' são utilizados muitas vezes como sinônimos no Brasil. Os bônus são papéis semelhantes às notas, mas têm prazo maior de maturação, taxas mais baixas e envolvem a captação de maior volume de recursos (Costa, 1994).

O preço do título é formado com base na definição de um *spread* – que reflete o risco do emissor – acima do preço básico (títulos do Tesouro americano da mesma maturidade). Assim, é definido o *yield to maturity* (YTM), que é a soma do *spread* e da taxa básica. Com base nesse valor, são definidas diferentes combinações de cupom e preço do papel. O emissor deve decidir se prefere colocar o título com preço maior, mas com menor rendimento, ou vice-versa. Essa decisão é fundamental, pois,

se o preço cai logo após a emissão (o valor presente estava acima do valor de mercado), a imagem do emissor fica prejudicada.

Os *commercial papers* são papéis de curto prazo emitidos no mercado internacional, europeu ou americano, por instituições financeiras, nos moldes da Resolução nº 63, ou por empresas não-financeiras (Resolução nº 1.743/90). Esses papéis são emitidos com taxa de juros baseada em Libor mais um *spread* fixado pelo Banco Central. Devido à vantagem fiscal concedida pelo Banco Central a esse instrumento, até julho de 1991 várias euronotas foram emitidas sobre a denominação de *commercial papers* apenas para efeito de registro no Banco Central, mas recebendo outra denominação no exterior, já que esse instrumento é totalmente distinto dos *commercial papers* negociados no mercado internacional de capitais, os quais são emitidos por empresas não-financeiras com prazo inferior a um ano, em média 270 dias (Appy *et al.*, 1995). Os *commercial papers* emitidos no mercado americano precisam ser garantidos por uma carta de crédito de um banco estrangeiro, que possibilita maior *investment grade* do título (isto é, a melhor avaliação das agências de classificação de risco de crédito). Isso permite a emissão do papel a uma taxa de juros inferior à dos euro *commercial papers* e sua colocação entre os grandes investidores institucionais, tais como fundos de pensão e seguradoras, ampliando a base de investidores.

Os títulos conversíveis em ações (Resolução nº 1.848, de 26/6/1991) são inovações financeiras desenvolvidas na década dos 80. Esses títulos são papéis de renda fixa emitidos no mercado internacional de capitais com opção de conversão em papéis de renda variável. O investidor tem a opção de resgatar o principal no vencimento ou converter a dívida em um número predeterminado de ações – de emissão própria do devedor original ou, então, em ações de outras empresas, mas de propriedade deste devedor. A Circular nº 2.199, de 16/7/1992, que regulamenta a emissão desses títulos, também faculta a colocação de *warrants* – opções de compra de ações – no exterior por instituições residentes. Os bônus com *warrants* combinam um rendimento fixo com a conversibilidade parcial ou total do título em algum ativo, tais como ações, *commodities* e índices de bolsas de valores. A parte conversível pode ser negociada separadamente nos mercados secundários (Ferreira, 1995).

No entanto, esses instrumentos híbridos foram pouco utilizados pelas instituições residentes, dada a dificuldade de precificação das opções em face da baixa liquidez das ações brasileiras. É provável um aumento da demanda por esse tipo de papel por parte dos investidores estrangeiros. O mercado de conversíveis rapidamente expandiu-se nos últimos três anos e sua utilização por parte dos mercados emergentes tem aumentado. Além disso, para os investidores que aplicam tradicionalmente em títulos de renda fixa, os bônus conversíveis são uma opção menos arriscada do que a compra direta de ações, pois o investidor não corre o risco de perder o capital inicial e ainda recebe juros durante a existência do bônus. Apesar de ter rentabilidade menor que as ações, quando o mercado está em alta, o risco envolvido é muito menor. Uma desvantagem é sua menor liquidez ante as ações. Cerca de três quartos das emissões ficam nos portfólios de investidores de longo prazo, e apenas o restante é transacionado no mercado secundário. Os fundos mútuos americanos têm investido nesse

mercado como uma opção à aplicação em ações e, também, como uma alternativa menos arriscada de investimento em mercados emergentes. *Private banks* europeus também têm adquirido esses instrumentos, que garantem o retorno do principal investido (Dudley, 1998).

As *export securities* (Resolução nº 1.834, de 26/6/1991) são títulos de renda fixa com lastro em receitas futuras decorrentes de exportações da empresa emissora ou quaisquer receitas a receber, que ficam depositadas em uma conta de fideicomisso no exterior (*escrow account*). A securitização de exportações constitui uma operação complexa e restrita a empresas que tenham mercados externos cativos. No Brasil, esse instrumento tem sido utilizado principalmente por empresas transnacionais exportadoras. Os volumes captados são geralmente elevados (Costa, 1994; e Dantas, 1994). A vantagem dessa modalidade de operação reside na possibilidade de obtenção de volume substancial de recursos a custo inferior e prazos maiores em relação ao mercado de títulos sem garantias reais, pois o lastro viabiliza a redução do prêmio de risco. Contudo, isso implica risco de perda de flexibilidade financeira no futuro.

A securitização de recebíveis também é uma alternativa para tomadores de risco de crédito mais elevado, pois a separação de ativos líquidos, seguros e rentáveis de uma empresa, que servem como lastro para a emissão do título, resulta na redução do risco e, assim, viabiliza taxas de juros menores (Ferreira, 1995). Em algumas instituições financeiras, a securitização de receitas de exportações não é mais considerada uma operação de mercado de capitais, tendo-se convertido em produto de banco comercial, devido ao baixo risco e, conseqüentemente, à menor remuneração desses títulos.

Além desses instrumentos, também foram instituídos os certificados de depósito de médio ou longo prazo (Resolução nº 1.809/91), que são instrumentos de captação de recursos externos por parte das agências, filiais e/ou subsidiárias bancárias no exterior de bancos brasileiros de capital nacional, destinados exclusivamente à sua capitalização. O prazo de captação deve ser superior a um ano, e o valor da emissão não pode ultrapassar o limite do portfólio total dessas dependências externas relativo a devedores domiciliados ou sediados no Brasil, apurado em 31/12/1990. Esses títulos também podem ser negociados no mercado secundário, no exterior ou no país, passando a moeda de pagamento a ser, neste último caso, a moeda nacional, com garantia de correção cambial.⁸

Nas emissões de renda fixa feitas no mercado internacional de capitais, predominam as colocações públicas – oferecidas para o público em geral –, mas são realizadas também emissões privadas – direcionadas a um número reduzido de investidores e transacionadas em mercado de balcão (*over-the-counter*). No caso das colocações públicas, os títulos são listados na Bolsa de Valores de Luxemburgo e registrados na *Cedel* e/ou *Euroclear*, as câmaras de compensação européias. Cada papel tem um

(8) Vale mencionar que, embora os nomes sejam semelhantes, esses instrumentos não equivalem aos certificados de depósito em euro moeda, que existem desde 1966 no mercado de Londres e se difundiram para outros centros financeiros internacionais nos anos 70 (Ferreira e Freitas, 1990).

número de registro, que é utilizado pelos investidores nas transações no mercado secundário.

Nas emissões realizadas pelos países latino-americanos, inclusive Brasil, predominam os títulos denominados em dólar, que correspondiam a 96% do total em 1993 (Griffith-Jones, 1997). A partir de 1995, houve crescimento do montante das emissões latino-americanas e brasileiras denominadas em outras moedas, como marco, iene, libra e lira, condicionado pela retração dos investidores americanos em razão da crise do México e pelo aumento da demanda por títulos de alta rentabilidade pelos investidores de varejo na Alemanha e no Japão, dadas as baixas taxas de juros vigentes (Hinchberger, 1996).

Mercado que ganhou importância em 1997 foi o português, no qual não há exigência de avaliação de agências de classificação de risco de crédito. As emissões de instituições brasileiras, financeiras e não-financeiras, correspondiam a 30% do mercado de 'bônus caravela' em março de 1998 (Carvalho, 1998).

Cabe ressaltar que, com a entrada em vigor do euro, em janeiro de 1999, deve ter havido aumento das emissões nessa moeda e, simultaneamente, retração das emissões denominadas em dólares. O mercado de títulos de renda fixa de países emergentes será beneficiado, de um lado, pela redução das taxas de juros após a adoção da moeda única na Europa, que devem cair para os níveis vigentes na Alemanha e, de outro lado, pela formação de amplo mercado de capitais europeu. A demanda dos bancos europeus por títulos de alta rentabilidade também deverá aumentar, pois esses perderão importante fonte de receita, os ganhos obtidos com a arbitragem de taxas de câmbio (Koshimizu, 1998; e Warner, 1998). Em março de 1998, o BNDES realizou a primeira emissão de títulos brasileiros em euro e, em abril, o Bradesco inaugurou o mercado de euro para instituições privadas latino-americanas (Bittencourt, 1998a e 1998b).

Não existe correspondência entre a denominação monetária dos títulos e a nacionalidade dos investidores. Como ressalta Culpeper (1997), apesar de mais de um terço das emissões de bônus internacionais no período 1990-92 terem sido denominadas em dólares, segundo estimativas apenas 15% dos eurobônus em dólar emitidos por devedores latino-americanos foram subscritos pelos investidores dos Estados Unidos, enquanto 55% foram adquiridos por europeus, 20% por latino-americanos e os 10% restantes por japoneses e demais investidores. Embora não exista informação oficial sobre os compradores de títulos no euromercado, em relação especificamente ao tipo de investidor que adquiriu papéis brasileiros, dados divulgados pela imprensa mostram que, no momento do retorno do Brasil ao mercado de crédito voluntário, pessoas físicas da América Latina (recursos provenientes de fuga de capital) e da Europa eram os principais investidores em papéis brasileiros, mas a participação dos fundos mútuos e dos fundos de pensão vem crescendo progressivamente (Appy *et al.*, 1995; e Griffith-Jones, 1997). Dentre os fundos de pensão europeus, os alemães, holandeses e suíços concentraram suas aplicações externas em títulos de renda fixa, enquanto os fundos de pensão ingleses alocaram quase a totalidade de seus ativos externos (96%) em ações (Griffith-Jones, 1997).

De modo geral, as emissões são padronizadas, sem muita 'engenharia financeira'. Todavia, a cláusula de *put option* – que concede ao investidor a opção de resgatar antecipadamente o papel, constituindo um tipo de garantia – tornou-se muito comum nos contratos das emissões feitas por empresas e bancos brasileiros (Appy *et al.*, 1995). Num primeiro momento, essa cláusula era utilizada, pois as empresas e os bancos brasileiros eram pouco conhecidos no mercado internacional e o 'risco Brasil' era maior. A partir de 1995, devido à incidência de IOF nas emissões com prazo inferior a seis anos, os títulos passaram a ser emitidos com cláusulas de *put option*, em geral de três e cinco anos, para postergar o pagamento do imposto. Se a opção for exercida e o emissor conseguir revender o título a um terceiro investidor no mercado secundário, o imposto não precisa ser pago, já que não há o pagamento do principal.

Outra 'engenharia financeira' utilizada nas emissões brasileiras foi o aumento gradual do *cupom* do papel. As operações de *swaps* de moeda associadas à captação de recursos externos também foram comuns, principalmente por parte de empresas que atuam em setores *non-tradeables*. As cláusulas de *convenants* (critérios de desempenho, restrições ao aumento do endividamento etc.), por sua vez, variaram de acordo com as características da empresa.

Além dos títulos de renda fixa emitidos no mercado financeiro internacional, outro instrumento de captação de recursos externos é o Recibo de Depósito ou *Depository Receipt (DR)*, que constitui um certificado representativo de ações ou outros valores mobiliários de empresas estrangeiras emitidos e negociados nos mercados de capitais dos Estados Unidos – *American Depository Receipt (ADR)* – ou em diferentes mercados simultaneamente – *Global Depository Receipt (GDR)*. O desenvolvimento desses instrumentos foi uma forma de superar os entraves às transações internacionais com ações decorrentes da inexistência de um mercado supranacional, com câmaras de compensação próprias, como a existente para a emissão de títulos de renda fixa no euromercado (Ferreira, 1995). De modo geral, o acesso ao mercado internacional de capitais inicia-se com a emissão de títulos de renda fixa, que, por não exigir a abertura de capital e a adaptação da contabilidade aos padrões americanos, é realizada num menor período de tempo, além de envolver menores custos.

No Brasil, os investimentos estrangeiros feitos por esse mecanismo foram regulamentados pela Resolução nº 1.972/92, constituindo o Anexo V à Resolução nº 1.289, a qual disciplina os investimentos de portfólio estrangeiros em ações de empresas brasileiras.⁹ Do ponto de vista cambial, tanto as emissões de *ADR* e *GDR*, como a entrada de investidores estrangeiros nas bolsas de valores locais (Anexos I a IV) têm o mesmo impacto positivo sobre as reservas internacionais do país.¹⁰ Porém, como esses instrumentos permitem a negociação das ações no exterior, podem ter efeito negativo sobre as bolsas de valores domésticas, ao desloca-

(9) Sobre os *DR*, ver, dentre outros, Dantas (1994), Citibank (1995) e Moreland (1995).

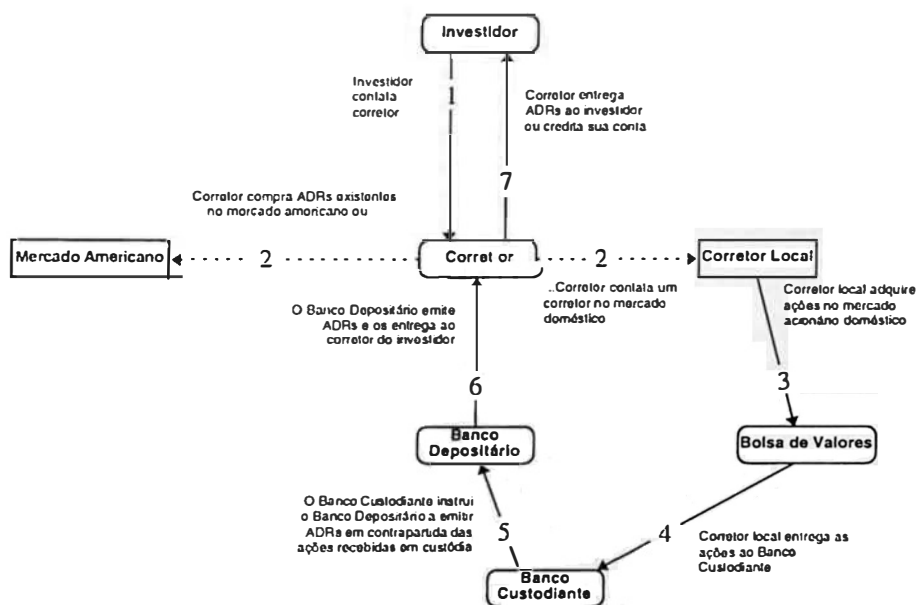
(10) A respeito, ver o artigo *Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico*, neste volume.

rem uma oferta potencial de recursos para o mercado acionário americano e/ou europeu.

Os *DR* constituem um instrumento financeiro muito utilizado para o acesso dos investidores estrangeiros às ações de empresas dos mercados emergentes. Nos Estados Unidos, país que possui o maior e mais desenvolvido mercado de capitais do mundo, o mercado de *DR* é antigo, tendo surgido em 1927. A Figura 1 mostra, de forma simplificada, como um *DR* é criado e negociado, supondo-se que um investidor americano deseja adquirir *ADRs*. Em sentido inverso, a operação pode ser cancelada. Nesse caso, o investidor informa ao seu corretor, que vende os *ADR* a um outro investidor ou dá ordem de venda das ações correspondentes no mercado doméstico, entregando os recibos de depósito ao banco depositário, que procede o cancelamento.

Os *DR* podem ser convertidos em ações que, nesse caso, devem ser negociadas no país de origem. Essa reversibilidade das operações abre a possibilidade de ganhos de arbitragem por parte do investidor estrangeiro, a serem obtidos com a diferença entre o preço do *DR* no exterior e o da ação no mercado local. Os detentores de *DR* também têm direito aos dividendos e bonificações associados às ações representativas.

FIGURA 1
ESTADOS UNIDOS
CRIAÇÃO E NEGOCIAÇÃO DE *ADRs*



Fonte: Citibank (1995, p. 3).

Atualmente, há no mercado americano quatro tipos de programas para a emissão de *ADR* (Quadro 3). Os programas de nível I e II não envolvem a captação de fundos mediante oferta pública de valores mobiliários do emissor, ou seja, são representativos de ações já negociadas nas bolsas de valores do país de origem. A diferença entre essas duas categorias de *ADR* refere-se ao mercado em que são negociados. Enquanto os *ADR* de nível I são negociados em mercados de balcão, os de nível II são listados nas bolsas de valores americanas – na *New York Stock Exchange (Nyse)* (Bolsa de Nova Iorque)¹¹ ou na *National Association of Securities Dealers Automated Quotation (Nasdaq)* (Sistema de Cotação Eletrônica de Valores Mobiliários)¹² – e envolvem maiores exigências de *disclosure*, ou seja, ampla divulgação das informações relativas à situação financeira da empresa estrangeira. Apesar de não possibilitarem a obtenção de recursos, esses dois tipos de *ADR* contribuem para aumentar a visibilidade da empresa e facilitar a entrada de parceiros estratégicos estrangeiros¹³ (Balarin, 1997).

O *ADR* de nível III, por sua vez, envolve a oferta pública de valores mobiliários no mercado americano – emissões primárias de ações –, representando levantamento de capital adicional por parte da empresa estrangeira. Nesse caso, é necessário o registro de tais valores na *Securities and Exchange Commission (SEC)*, o que exige a adequação aos princípios de contabilidade vigentes nos Estados Unidos e a elaboração de relatórios abrangentes. Do ponto de vista da empresa emissora, esse mecanismo de financiamento permite a captação de considerável volume de recursos através da emissão de ações, dadas as maiores dimensões do mercado de valores americano em termos de volume de negócios e número de investidores. Ou seja, esse mecanismo amplia as possibilidades de financiamento das empresas brasileiras via mercado de capitais. A utilização de tais instrumentos por essas empresas, ante a emissão de títulos de renda fixa, ganhou importância após o Plano Real, uma vez que a inflação elevada dificultava a adaptação da contabilidade e dos balanços aos padrões americanos.

(11) Para a listagem de *ADRs* na *Nyse*, a empresa precisa satisfazer algumas condições: deve ter, no mínimo, 5 mil acionistas, possuidores de, no mínimo, cem ações; o número de ações em poder do público deve ser, no mínimo, de 2,5 milhões; o valor de mercado das ações em poder do público deve ser, no mínimo, de US\$ 100 milhões; a soma da receita bruta dos últimos três anos deve ser, no mínimo, de US\$ 100 milhões, não podendo ser inferior a US\$ 25 milhões anuais; os ativos tangíveis líquidos devem ser, no mínimo, de US\$ 100 milhões.

(12) O *Nasdaq* é um sistema computadorizado que oferece a corretoras e distribuidoras as cotações de preços para valores mobiliários negociados no mercado de balcão (*over the counter*), bem como as cotações de várias ações registradas na *Nyse*. Para uma descrição desse mercado, ver Ferreira (1995, p. 147).

(13) A emissão da Dixie-Toga, por exemplo, permitiu o ingresso no capital da empresa do fundo de *privaty equity* 'Darby Investments'.

QUADRO 3
ESTADOS UNIDOS
PROGRAMAS DE EMISSÃO DE *ADR*

	UTILIZAÇÃO DE AÇÕES JA EXISTENTES NO MERCADO DOMÉSTICO		LEVANTAMENTO DE CAPITAL POR MEIO DA EMISSÃO DE NOVAS AÇÕES	
	Nível I	Nível II	Nível III	Regra 144A
Descrição	Titulos não-listados em bolsa.	Titulos listados em bolsas de valores.	Oferta pública em bolsas de valores.	Co ocação privada.
Investidores	Todos.	Todos.	Todos.	Investidores qualificados
Negociação	Mercado de balcão	Bolsas de valores (Nyse, ^a Amex, ^b Nasdaq ^c).	Bolsas de valores (Nyse, ^a Amex, ^b Nasdaq ^c).	Negociação entre os investidores qualificados através do Portal, sistema de colação e transação eletrônica para as <i>securities</i> da Regra 144A
Registro na SEC	Exigido formulário F6.	Exigido formulário F6.	Exigido formulário F1 para oferta pública de ações e F6 para os <i>ADR</i> .	Não é exigido registro.
Requerimentos Contabeis (US Gaap - Principios contabeis gerais)	Não há.	Compatibilização parcial com as normas do Gaap.	Compatibilização total com as normas do Gaap.	Não há.

Fonte: Citibank (1995, p. 6).

Notas:

(a) Nyse = Bolsa de Valores de Nova Iorque.

(b) Amex = Bolsa de Valores Nacional Americana.

(c) Nasdaq = Sistema de Cotação Eletrônica de Valores Mobiliários.

A emissão de *ADR* nível II e III demanda maior período de tempo para ser implementada e envolve maiores custos que os programas de *ADR* nível I, devido à necessidade de adaptar os três últimos balanços anuais às regras da SEC. Segundo estimativas do *Bank of New York*, o custo médio do *ADR* nível I para uma empresa brasileira de médio porte é de US\$ 50 mil. No caso dos *ADR* nível II e III, os custos de adaptação contábil variam de US\$ 400 mil a US\$ 1 milhão (para empresas de grande porte, com balanços mais complexos) (Alberto Júnior, 1996). Nesses dois tipos de *ADR*, as empresas também precisam pagar uma taxa de manutenção ao banco custodiante e uma taxa à bolsa de valores. No caso da *Nyse*, são cobradas uma contribuição inicial – que inclui uma taxa fixa de US\$ 36,8 mil mais uma taxa variável, inversamente proporcional ao número de *ADRs* listados – e uma taxa de anuidade, que varia de acordo com o número de títulos listados.

Por último, o programa *ADR* restrito (Regra 144A) permite ao investidor não só o levantamento de capital por meio da emissão primária de ações, mas também a negociação secundária dos papéis. A diferença é que, nesse caso, a colocação dos títulos se dá de forma privada, sem a necessidade de registro na SEC e de divulgação de informações sobre a situação financeira da empresa. Esse programa, regido pela Regra 144A, de 1990, permite, ainda, que os investidores qualificados – fundos de pensão, bancos e seguradoras, dentre outros, que administram ativos financeiros superiores a US\$ 100 milhões – negociem valores mobiliários nos mercados secundários.

dários, sem exigência de conservação dos títulos em carteira por um período mínimo de três anos. Essa regra fortaleceu o mercado privado de valores, tornando possível a colocação de *ADR* pelas empresas latino-americanas, sem a necessidade de adequação às normas rígidas do mercado de valores públicos registrados dos Estados Unidos. Assim, os custos envolvidos são menores, ante os *ADR* nível II e III, e, ao mesmo tempo, a liquidez e a negociabilidade dos *ADR* são elevadas, ao contrário dos papéis negociados no mercado de balcão (nível I).

Os *GDR*, emitidos pela primeira vez em 1990 por uma grande corporação industrial coreana, permitem levantar capital pela emissão de novas ações, simultaneamente em diferentes mercados, através da oferta global. Em geral, quando a operação envolve emissão no mercado americano, os *GDR* são estruturados como títulos de colocação privada segundo a Regra 144A, de modo a beneficiar-se da inexigibilidade de registro na SEC e de padronização contábil. A principal vantagem dos *GDR* é que esses títulos podem ser negociados em diversos mercados e, portanto, em diferentes moedas. As transações podem ser compensadas e liquidadas pelo sistema de *Depository Trust Company (DTC)* (Instituição Fiduciária de Depósito) no mercado americano, e pelo Euroclear ou Cedel, no euromercado.

Em 1996, foram criados, pela Resolução do CMN nº 2.318, os *Brazilian Depository Receipts (BDR)*, que permitem a negociação de ações de empresas não residentes nas bolsas de valores brasileiras. O objetivo era estimular a integração dos mercados de capitais dos países membros do Mercado Comum do Sul (Mercosul). Contudo, até o primeiro trimestre de 1998, nenhum BDR havia sido emitido.

CONFLITO ENTRE *ADR* E ANEXO IV

Com a permissão da emissão de *ADR* e *GDR* pelas empresas brasileiras, surgiu um debate sobre os riscos de migração dos negócios e da liquidez das bolsas de valores locais para as bolsas internacionais, principalmente para a Bolsa de Nova Iorque, processo observado em alguns países latino-americanos, como México, Argentina e Chile. No caso desses países, a evasão de negócios das bolsas locais esteve associada à utilização dos programas de *ADR* e *GDR* nos processos de privatização, com o objetivo de reduzir a possibilidade de saturação dos títulos no mercado local e, conseqüentemente, diminuir o seu preço de venda, dada a magnitude do volume de ações relativamente ao tamanho dos mercados de valores domésticos.

Apesar das especificidades das bolsas de valores brasileiras – maior capitalização e volume de negócios – e do processo de privatização, que até o momento não envolveu a emissão de *DRs*, esses riscos também estão presentes na economia brasileira. Uma indicação é o fato de as ações da Telecomunicações Brasileiras (Telebrás) já serem mais negociadas na Bolsa de Nova Iorque do que na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

O principal fator que estimula a demanda por *ADR* é o seu menor custo de transação relativamente à negociação direta nas bolsas locais via Anexo IV. Além disso, a aquisição desses instrumentos é favorecida por outros aspectos qualitativos: menor

burocracia em comparação com o Anexo IV; maior familiaridade do investidor com o mercado de seu país de origem em termos de procedimentos operacionais e prazos de liquidação; menor risco cambial; e existência de restrições legais em certos países que impedem os fundos de pensão de investir em papéis que não possuem *investment grade*, regra que não se aplica aos *ADR*.

A Tabela 1 apresenta os resultados de estudo sobre os custos de transação nas bolsas de valores mundiais, realizado pela firma de consultoria e corretora Elkins/McSherry Co. e financiado pela *Nyse*. Nela, podemos verificar que a Bovespa é competitiva em relação às bolsas de valores dos demais países latino-americanos e que tanto o custo total de transação quanto as tarifas e comissões vigentes na bolsa brasileira estão abaixo da média mundial. Contudo, em relação à *Nyse*, esses custos são elevados. Mas, a Bovespa não é uma exceção. A principal conclusão do estudo é que as negociações através de *ADR* na Bolsa de Nova Iorque podem ser executadas com um custo menor que as transações com as ações correspondentes nos mercados locais. Em 1996, a única bolsa competitiva em comparação com a *Nyse* era a Bolsa de Paris. O menor custo desses mercados é devido, dentre outros fatores, à escala das negociações, que possibilita a cobrança de menores taxas de corretagem.

Além do maior custo de corretagem – na *Nyse*, a comissão média é de 0,06%, enquanto na Bovespa é de 0,5%¹⁴ –, mais dois fatores pressionam os custos de negociação no mercado brasileiro: os emolumentos da Bovespa, que incluem serviços cobrados separadamente no exterior (negociação, compensação e liquidação) e a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF). Apesar de as transações

TABELA 1
CUSTO DAS TRANSAÇÕES NAS BOLSAS DE VALORES MUNDIAIS (1996)

PAISES SELECIONADOS	PREÇO MÍDIO DA AÇÃO*	MÉDIA DAS COMISSÕES*	MÉDIA DAS TARIFAS*	IMPACTO NO MERCADO*	COMISSÕES MAIS TARIFAS*	TOTAL (PONTOS-BASE)
Argentina	7.4	45.3	3.1	44.7	48.4	93.7
Brasil	0.42	35.7	6.0	21.4	41.7	63.1
Chile	0.4	26.5	32.9	56.0	59.4	115.4
França	80.89	21.6	1.5	6.8	23.1	29.9
México	3.85	33.2	1.7	34.4	34.9	69.3
Coreia do Sul	43.31	46.6	23.2	159.1	69.8	228.9
Taiilândia	7.45	76.8	2.3	14.7	79.1	93.8
Estados Unidos (<i>Nyse</i>)	38.92	13.3	0.0	20.8	13.3	34.1
Média (trinta países)	39.64	36.8	9.0	27.5	45.8	73.2

Fonte: *Elkins/McSherry Company* (apud Willoughby, 1997).

Notas:

(a) Em US\$.

(b) Diferença entre o preço de execução da transação com uma ação e a média do preço da ação durante o dia (cotações de abertura, fechamento, máximo e mínimo). Esse indicador mede a volatilidade da ação e, assim, sua negociabilidade. Quanto maior a liquidez do mercado, menor o custo unitário das operações.

(14) Essa taxa é cobrada pelas corretoras que oferecem serviços especializados, tais como pesquisas de mercado. Já os chamados *discount brokers*, que efetuam apenas corretagem, cobram taxa menor (em torno de 0,2%).

com ações estarem isentas desse imposto, a CPMF incide sobre as operações de câmbio e, assim, o efeito é praticamente o mesmo, pois os investidores estrangeiros operam, na maioria das vezes, em regime de caixa único, ou seja, quando realizam um resgate na Bovespa, remetem os recursos ao exterior, que são mantidos numa única aplicação de renda fixa. No caso dos investidores que optam por aumentar os saldos reais mantidos no país, além da perda de flexibilidade na gestão dos portfólios, o custo de investir no mercado local também cresce, pois esses recursos não são remunerados e ficam sujeitos a maior risco cambial. Mesmo desconsiderando a CPMF, o custo de transação na *Nyse* corresponde a 44,7% dos custos na Bovespa.

A CPMF – somada à redução do ‘risco Brasil’ e ao excesso de liquidez internacional – estimulou a demanda por *ADR* de empresas brasileiras em 1997, as quais aproveitaram as melhores condições de oferta de recursos. Nesse ano, os mercados emergentes foram responsáveis por mais da metade das emissões de *ADR* (57% contra 43% dos países desenvolvidos). A participação dos *ADR* brasileiros aumentou em relação a 1996, atingindo 5,3% do total (Bittencourt, 1997d). No primeiro trimestre de 1998, o estoque de *ADRs* brasileiros detido por investidores estrangeiros atingiu US\$ 5,184 bilhões; dos cinco maiores investidores, quatro eram americanos. Porém, não existem informações detalhadas sobre a composição da carteira de cada investidor, pois a SEC exige que as carteiras sejam abertas trimestralmente apenas para as posições que excederem US\$ 100 milhões (Santis, 1998).

Segundo levantamento do Citibank, em 1997, além do volume recorde de recursos captados mediante *ADR* nível III – US\$ 2,224 bilhões, um montante 350% superior ao de 1996 –, oito empresas lançaram seus primeiros programas de *ADR* – Petróbrás, Unibanco, Rossi Residencial, Bradesco, Coteminas, Latasa, Gerdau e Dixie-Toga – e também foram realizados ‘upgradings’ de *ADR* nível I para nível II. Conseqüentemente, o volume de ações custodiadas na Bovespa para emissão de *ADR* cresceu 10,84% entre dezembro de 1996 e agosto de 1997, passando de US\$ 77,5 bilhões para US\$ 85,89 bilhões (Balarin, 1997).

Apesar do crescimento ocorrido em 1997, o número de empresas brasileiras com ações listadas nas bolsas americanas ainda é pequeno em termos absolutos e em relação aos demais países latino-americanos. Como mostra a Tabela 2, no final de 1997, das cinquenta empresas com programas de *ADR*, apenas oito estavam listadas nas bolsas de valores americanas; e das 42 não-listadas em bolsa (nível I e Regra 144A), apenas três têm liquidez considerada satisfatória pelos investidores estrangeiros. Além disso, a proporção das ações negociadas via *ADR* ainda é reduzida, ultrapassando 25% em apenas quatro empresas, e o valor de mercado dessas ações correspondia a somente 6,4% da capitalização total da Bovespa, em dezembro de 1997.¹⁵

(15) Vale mencionar que, em 1997 e 1998, o ingresso líquido de recursos mediante *ADRs* foi superior ao saldo líquido do Anexo IV. No entanto, os fluxos brutos de recursos (entrada e saída) via Anexo IV continuam sendo predominantes (em 1998, o ingresso de recursos via Anexo IV foi de US\$ 20,9 bilhões, contra US\$ 5,6 bilhões via *ADRs*, e o retorno de US\$ 22,5 bilhões, contra US\$ 2 bilhões). Assim, ainda não ocorreu vazamento dos negócios para a Bolsa de Valores de Nova Iorque.

TABELA 2
BRASIL
PROGRAMAS DE ADRs

TIPO DE ADR	EMPRESA	QUANTIDADE DE AÇÕES EM % DO CAPITAL TOTAL	VALOR DE MERCADO (US\$ milhões)
Nível I	Acesita	5,6	6,5
	Agroceres	n.d.	0,0
	Alpargatas	0,1	0,1
	Bahia Sul	0,0	0,0
	Belgo-Mineira	1,2	0,1
	Bombril	1,2	0,6
	BR Distribuidora	n.d.	10,0
	Bradesco	30,5	27,5
	Brazil Realty	10,4	39,6
	Cellesc	18,4	18,4
	Cemig	3,0	1.034,6
	Cesp	3,0	128,3
	Ceval	3,6	6,3
	Colap	0,9	1,3
	Copene	7,4	25,9
	Csn	6,3	145,7
	CTM Citrus	0,1	0,0
	Eletrobrás	6,0	1.722,2
	Eletrolux (refripar)	12,2	10,7
	Eucalex	n.d.	0,1
	Globex	0,3	1,4
	Lochpe-Maxion	20,9	17,9
	Klabin	0,5	2,2
	Lojas Americanas	3,9	11,4
	Lojas Arapuã	11,5	10,8
	Makro	31,0	54,1
	Marcopolo	0,3	0,3
	Oxioteno	n.d.	n.d.
	Perdigão	0,6	2,6
	Petrobrás	1,1	753,3
	Suzano	0,1	0,5
	Teka	0,0	0,0
	Vale do Rio Doce	5,4	399,2
Votorantim Celulose	3,3	31,3	
Nível II	Brahma	2,6	293,5
	Copel	n.d.	381,7
	Telebrás	27,3	8.786,5
Nível III	Aracruz	27,1	434,5
	Mullicanal	14,6	77,1
	Pão-de-Açúcar	19,6	199,1
	Unibanco S.A.	19,1	786,6
Regras 144A	Unibanco Holding	39,1	786,6
	Bompreço	16,3	66,5
	Dixie Toga	n.d.	5,8
	Escelsa	1,8	12,7
	Latasa	16,7	14,9
	Rhodia-Ster	4,6	3,9
	Tubarão	0,5	3,2
	Usiminas	n.d.	128,3
	Rossi Residencial	n.d.	31,4
Total	50	-	16.474,6

Fonte: CVM (Informativo Mensal, dezembro de 1997).

Assim, a dimensão do mercado de *ADRs* brasileiros ainda é pouco significativa, o que acaba estimulando os investimentos de portfólio via Anexo IV, uma vez que, para ampliar suas posições em ações brasileiras, o investidor precisa recorrer ao mercado acionário doméstico. De acordo com alguns analistas, outro fator que atenua a concorrência entre esses dois instrumentos é o perfil diferenciado dos investidores. Enquanto o investidor em Anexo IV seria um especialista, 'dedicado' ao país e/ou à região, o investidor em *ADR* seria um investidor global (*global funds*) que não aplica diretamente nas bolsas locais, pois o percentual de recursos direcionados para ações brasileiras é mínimo (0,7% a 1%), não justificando o trabalho de atender às exigências burocráticas necessárias para atuar no mercado local. No entanto, vários investidores aplicam, simultaneamente, em *ADR* e via Anexo IV, com o objetivo, inclusive, de realizar arbitragem a partir das divergências entre preços dos *DR* e das ações nas bolsas brasileiras.

Por último, vale mencionar que ações de empresas brasileiras começaram a ser negociadas na Bolsa de Buenos Aires em abril de 1998, mediante os Certificados de Depósitos Argentinos (Cedear), o que pode contribuir para a evasão de negócios para esse mercado, já que a menor burocracia envolvida e a isenção de imposto sobre ganhos de capital podem estimular os investidores estrangeiros a adquirir papéis brasileiros através de Cedear.

PAPEL DOS BANCOS NA EMISSÃO DE TÍTULOS NO EXTERIOR¹⁶

O retorno do Brasil ao mercado financeiro internacional ocorreu, como já foi visto, mediante a colocação no exterior de valores mobiliários representativos de dívida direta e/ou do capital das empresas. A importância crescente das emissões de títulos nos mercados de capitais em detrimento dos empréstimos sindicalizados, instrumento predominante da intermediação financeira internacional nos anos 70, não significou, contudo, a diminuição da importância das instituições bancárias. No processo de diversificação das fontes de recursos através da emissão de títulos no mercado externo, de renda fixa e variável, as empresas não-financeiras recorrem aos bancos, os quais desempenham papel essencial, seja no fornecimento de consultoria especializada, seja na estruturação e montagem das operações, seja na subscrição das emissões, seja ainda na concessão de aval.

Os próprios bancos de investimento procuram identificar empresas com potencial para participar do mercado internacional de capitais, com base na análise da situação financeira, da capacidade de expansão e do valor de mercado da empresa (em geral, acima de US\$ 100 milhões, embora pequenas empresas com alto potencial de crescimento também consigam colocar os seus papéis em fundos especializados, conhecidos como *small capital funds*). Como nas operações de empréstimos sindicalizados, o banco líder apóia-se em sua reputação e credibilidade no mercado para viabi-

(16) Além dos autores citados, esta parte baseia-se em informações obtidas em várias entrevistas realizadas (ver, a respeito, *Metodologia utilizada na pesquisa*, neste volume).

lizar a operação, ou seja, os investidores confiam na qualidade do trabalho realizado pelo banco líder na montagem do programa de emissão de títulos no mercado internacional, pois quando uma empresa decide captar recursos nesse mercado, aceita ter suas contas financeiras e planos de investimentos minuciosamente examinados pelo banco líder, ou por uma firma de advocacia contratada, em um processo conhecido como *due diligence*.¹⁷

Existem duas estratégias de emissão: a garantia firme e o *book building*. Enquanto no mercado de renda fixa a garantia firme continua sendo mais freqüente, pois esse mercado é menos volátil que o de renda variável, nas operações de emissão de ações (*ADR* ou *GDR*) o método mais utilizado é o *book building*, devido ao grande risco de preço envolvido.¹⁸

Pela concessão de *garantia firme*, o banco responsável pela emissão dos valores mobiliários da empresa contratante compromete-se a fornecer os recursos a um dado preço, caso não haja investidores interessados em adquirir todo o volume de títulos emitidos. Se a emissão é bem-sucedida, o banco embolsa as comissões, sem o comprometimento de recursos. Caso contrário, os valores correspondentes à parcela dos títulos absorvidos precisam ser registrados no balanço. Em geral, os contratos de subscrição contêm uma cláusula, denominada *greenshoe*, a qual estabelece que, no caso de uma demanda excepcional pelo público, o emitente autorizará a distribuição de títulos adicionais pelo consórcio de subscrição.

Na década dos 90, diante do aumento da instabilidade do mercado internacional de capitais, os contratos de garantia firme passaram a incluir uma cláusula em que o banco garante a subscrição do papel se não houver mudança adversa de mercado entre a data da proposta e a do lançamento do papel (dez a doze semanas), como uma elevação significativa da taxa de juros dos títulos do Tesouro americano. Ou seja, os bancos garantem o *underwriting* nas emissões de títulos de renda fixa em condições normais de mercado. No entanto, existem algumas exceções. Alguns bancos de investimento, por exemplo, não concedem garantia firme nos programas de emissão de títulos de renda fixa. Porém, desempenham a função de *after market*, sustentando os preços após a colocação, atividade prevista na legislação, mas que não se confunde com 'manipulação' do mercado.

Com a entrada em vigor das regras de capital mínimo adequadas ao volume de ativos ponderados pelo risco (Acordo de Basiléia), os bancos desenvolveram um outro método de subscrição de ativos, denominado de *book building*, no qual o volume e o preço dos títulos a serem emitidos são definidos de acordo com a demanda

(17) A disputa por mercado tem levado os bancos, sobretudo os de investimento, a diminuir as comissões cobradas para a montagem da operação de emissão de títulos no exterior para empresas dos países emergentes. Essa guerra de preço pode transformar-se, no médio e longo prazo, em crise, pois é provável que a contrapartida de comissões menores seja a queda na qualidade do serviço de *due diligence* que essas instituições realizam. Sobre esse ponto, ver Engen (1997).

(18) Nas emissões soberanas de títulos de renda fixa, o banco líder não concede garantia firme, mas apenas garante o preço durante poucas horas, entre o fechamento do preço e a confirmação da compra pelos clientes.

existente. Os investidores interessados na compra dos títulos enviam propostas de compra de certo volume de papéis a determinado preço ao banco responsável pelo lançamento, que serão aceitas ou não na data de fechamento da operação (Guglielmetti, 1997). As propostas são consolidadas num livro de ordens de compra, no qual são anotadas as ofertas dos investidores. Com base nesse livro, o *underwriter* define a melhor faixa de preço para efetuar a emissão.

Na montagem do *book building*, a principal preocupação do *book runner* é com a qualidade da alocação dos títulos entre os investidores interessados, para evitar que os preços caiam no mercado secundário. Em geral, um percentual do volume emitido é vendido a descoberto (*sell short*) para que o banco possa gerenciar o mercado no dia seguinte. Quando a empresa emissora já possui títulos negociados no mercado, o preço de oferta da emissão é, em geral, fixado um pouco abaixo do preço da última negociação. No esquema de *book building*, o risco maior envolvido é institucional, isto é, se o banco gera uma operação ruim, ele terá dificuldade de conseguir clientes para ofertas futuras. As comissões cobradas pelo banco líder são menores, pois no caso da garantia firme é cobrada uma comissão específica de *underwriting*.

Independentemente da estratégia utilizada, os bancos atuam, em geral, em sindicato, composto de banco líder (*manager bank*), bancos *co-managers* e bancos participantes, e ocupam-se desde a montagem da operação até a apresentação da empresa (nos chamados *road-show*) aos investidores, cuidadosamente selecionados. O processo de lançamento de títulos no exterior envolve, em geral, as seguintes etapas:

contratação do banco líder (*lead manager*) ou dos bancos líderes;

definição, no caso de formação de sindicato, dos *co-managers* e das demais instituições financeiras participantes;

- estabelecimento do cronograma de lançamento;
- pesquisas e reuniões de *due diligence*;
- preparação do prospecto de venda dos títulos;
- visitas a investidores-alvo identificados como os principais compradores potenciais;
- realização de *road-show* (apresentações individuais ou conferências telefônicas sobre o banco, que darão suporte à tomada de decisão sobre a compra do papel); e
- análise da demanda, definição das faixas de preço e fechamento da emissão, no caso de *book building*.

Não existe regra geral para a definição do sindicato, que varia caso a caso, em razão da qualidade do emissor – se empresa é menos conhecida e de menor porte, a participação de várias instituições é essencial para a diluição do risco –, do momento do mercado, da capacidade de distribuição do banco líder e da complexidade da operação em termos de volume e mercados envolvidos. O menor acesso a determinado mercado também torna necessária a formação de parcerias para aumentar a capilaridade da distribuição, como é o caso das operações dos bancos americanos no mercado europeu. No entanto, em operações lideradas por grandes bancos de investimento, com ampla capacidade de distribuição, muitas vezes não ocorre a

formação do sindicato¹⁹ e, com isso, o banco líder não precisa dividir a comissão com os *co-managers*.

Na escolha dos participantes do sindicato, aspecto fundamental é a tradição na distribuição, ou seja, o grau de acesso aos investidores. Em alguns casos, a própria empresa emissora sugere ao banco líder a realização de parcerias com instituições financeiras com as quais mantém relações. Vale mencionar que nem todos os membros do sindicato participam necessariamente da distribuição do papel, uma vez que o banco líder pode oferecer a outro banco parte da comissão em troca de reciprocidade em operações futuras. Alguns bancos colocam o nome no prospecto apenas para efeito de *marketing*. Além das instituições responsáveis pela distribuição, vários agentes participam do lançamento do título, como mostra o Quadro 4.

É importante mencionar que o relacionamento da empresa com o mercado não termina após a colocação dos títulos. Em geral, a empresa realiza apresentações sobre o seu desempenho e divulga informações relevantes que podem afetar os preços dos papéis. Igualmente, o banco procura manter relacionamento com os investidores que apostaram no seu cliente.

QUADRO 4
BRASIL

AGENTES ENVOLVIDOS NA EMISSÃO DE TÍTULOS NO EXTERIOR

AGENTE	FUNÇÃO	CUSTOS
<i>Lead manager</i>	Líder da emissão.	A comissão varia de meio a três quartos e é dividida com os <i>co-managers</i> .
<i>Co-managers</i>	Participam da distribuição do papel.	n. d.
<i>Paying agent</i>	Agente centralizador dos pagamentos; recebe o dinheiro dos compradores e efetua o pagamento do cupom; opera nas câmaras de compensação, <i>Cedel e Euroclear</i> .	US\$ 12 mil por ano.
<i>Fiscal agent</i>	Responsável pelos pagamentos dos impostos, existem acordos tributários, que isentam o investidor do pagamento de impostos; atualmente os bancos operam com o Japão.	n. d.
<i>Issuing agent</i>	Emite as <i>tranches</i> .	n. d.
<i>Trust agent</i>	Conserva toda a documentação comprobatória da operação, dando garantia aos investidores que o banco apresentou todos os papéis necessários.	De US\$ 20 mil a US\$ 30 mil.
<i>Process agent</i>	Representante legal, responsável pelo recebimento de 'citação judicial'.	n. d.
<i>Advogados</i>		Advogados: de US\$ 200 mil a US\$ 500 mil

Fonte: Entrevistas.

(19) A Merrill Lynch, por exemplo, efetuou sozinha a colocação de duas emissões da Aracruz, em julho de 1996 e janeiro de 1997 (respectivamente, US\$ 80 milhões e US\$ 126 milhões), e da Companhia Petroquímica do Nordeste (Copene), em junho de 1997 (US\$ 150 milhões).

Quanto ao tipo de colocação – pública ou privada –, há diferenças significativas em termos de custo da operação e das exigências legais a serem cumpridas na montagem dos prospectos. A colocação pública envolve auditoria completa e onerosa da empresa, porém propicia maior visibilidade e liquidez para o papel, fatores que estimulam a demanda e facilitam a formação dos preços nas emissões futuras. Todavia, para as empresas menos conhecidas, sem histórico no mercado internacional, a colocação privada de títulos pode ser mais interessante.

A escolha dos investidores para os quais será apresentada a empresa é feita com base em lista de clientes com os quais o banco líder, ou o sindicato, mantém contatos frequentes, direto ou indireto, mediante o envio de pesquisas de mercado. Em operações realizadas conjuntamente por um banco brasileiro e uma instituição estrangeira, a seleção dos investidores é realizada pelo parceiro internacional, que tem melhor conhecimento do perfil dos investidores. A correta seleção dos investidores, público-alvo dos *road-shows*, é fator preponderante para o sucesso de uma operação de emissão de títulos no mercado internacional (Celarier, 1997). Os subscritores têm interesse em atrair investidores de alta qualidade, que conservarão os títulos em carteira, para a aquisição da maior parte dos valores, uma vez que, para a reputação do subscritor (e, evidentemente, para seus futuros negócios), é importante que o preço dos papéis não caia após o fechamento da emissão, ou seja, garantir, no jargão do mercado, um *after market* estável para os títulos. Contudo, certa parcela precisa ser adquirida por investidores de menor qualidade, que têm a tendência de vender rápido os papéis para a realização de lucro, pois são esses investidores que ajudam a criar um mercado secundário para os títulos.

A escolha do mercado, por sua vez, depende do tipo de emissor (qualidade em termos de risco de crédito, setor de atividade etc.) e das características do papel a ser emitido. As emissões de títulos denominados em dólares na Europa (*Regulation S*) estão sujeitas à regulamentação mais branda que as emissões nos Estados Unidos. Além disso, o investidor europeu é, em geral, menos exigente que o americano, no que se refere à documentação e transparência (*disclosure*) da empresa emissora e ao tipo de papel demandado. Os investidores americanos exigem maior *disclosure* e são altamente especializados, com preferência específica por tipo de papel e/ou empresa. Alguns tipos de papéis têm maior aceitação no mercado americano e recebem *investment grade* (avaliação favorável de risco de crédito), como a securitização de exportação de empresas produtoras de *commodities* (papel e celulose, grãos, alumínio), pois, nesse caso, o pagamento em moeda forte não depende do 'risco Brasil', mas apenas do risco de desempenho.

Além disso, segundo vários analistas, os investidores americanos têm maior experiência na avaliação de risco de crédito e mais disposição para diversificar suas carteiras do que os europeus. Essas características refletem-se em maior demanda por títulos de alto rendimento por parte dos grandes investidores americanos, que adquirem inclusive papéis de longo prazo, em volumes elevados, desde que as regras de *disclosure* da SEC sejam cumpridas. Enquanto no mercado europeu falta liquidez para títulos de mais de dez anos, no mercado americano dois terços dos bônus são de dez anos ou mais (Lethbridge, 1997).

Os bancos estrangeiros com atuação global são os principais líderes dos sindicatos de subscritores para operações de emissão de títulos de empresas brasileiras no mercado internacional. Desde 1993, o Citibank ocupa o primeiro lugar no *ranking* dos líderes de emissões brasileiras no exterior, com única exceção no ano de 1994, quando as colocações foram lideradas pelo Suiss Bank Corporation. Em 1996, no segundo, terceiro e quarto lugares estavam, respectivamente, o BankBoston, o Bank of American e o Chase Manhattan. Na América Latina, o líder dos consórcios de subscrição de títulos de dívida é o J. P Morgan (Tabela 3), o qual ocupava, em 1996, a quinta posição no que se refere ao Brasil. Também se destacaram na liderança de emissões acima de US\$ 1 bilhão o CS First Boston, o ING Baring, Commerzbank e o SBC Warburg (Bittencourt, 1997a).

Outro tipo de operação realizada por essas instituições, a qual ganhou importância no Brasil em 1997, é a *aquisition finance*, que consiste na concessão de empréstimos-ponte para empresas envolvidas em operações de fusão/aquisição, a serem posteriormente quitados mediante recursos obtidos em operações nos mercados de capitais, tais como emissão de eurobônus e/ou *ADR*s e securitização, estruturadas pelo próprio banco e realizadas quando as condições de mercado forem melhores.²⁰

A importância dos empréstimos sindicalizados também aumentou em 1997 (Bittencourt, 1997b). Mas, ao contrário da década dos 70, esses empréstimos são de curto prazo e, da mesma forma que a *aquisition finance*, vinculados a operações de securitização no mercado de capitais. Seu objetivo é reduzir o custo de captação para a empresa quando as condições do mercado internacional não são favoráveis.

TABELA 3

BANCOS LÍDERES NAS EMISSÕES GLOBAIS DE TÍTULOS LATINO-AMERICANOS

1997 ^a			1996		
Líder	Recursos Obtidos (US\$ bilhões)	Número de Emissões	Líder	Recursos Obtidos (US\$ bilhões)	Número de Emissões
J. P. Morgan	4,9	10	C. S. First Boston	4,6	25
Merril Lynch	4,2	22	Goldmann Sachs	4,0	13
Deutsche M. Grenfell	3,2	13	J. P. Morgan	3,6	24
Chase Manhattan	2,2	14	Deutsche M. Grenfell	3,5	15
Inversora Bursatil	2,0	3	Merril Lynch	2,4	18
Goldmann Sachs	2,0	5	Chase Manhattan	2,0	11
USB	1,9	12	Daiwa Securities	1,9	3
C. S. First Boston	1,7	18	Nikko Securities	1,6	5
Salomon Brothers	1,4	6	Salomon Brothers	1,5	11
Citicorp	1,4	11	Citicorp	1,5	37

Fonte: *Securities Data Company* (apud Engen, 1997, p. 134).

Nota:

(a) Posição em 22 de agosto.

(20) Por exemplo, a aquisição da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) pela Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) envolveu um empréstimo-ponte do NationsBank.

No último trimestre de 1997, duas operações desse tipo foram montadas. A primeira para a Globopar, que captou US\$ 300 milhões em 5/12/1997, através de empréstimo de curto prazo (um ano) concedido pelo Chase e pelo Goldman Sachs. O aprofundamento da crise asiática inviabilizou a emissão de títulos pela empresa, prevista para 24 de outubro. A solução encontrada pelos *underwriters* foi negociar captação de um ano, prazo suficiente para que a situação do mercado financeiro internacional se normalizasse (Dantas, 1997). A segunda operação, concluída em meados de dezembro, foi um empréstimo sindicalizado, liderado pelo Citibank, de US\$ 300 milhões para a Companhia Rio-grandense de Telecomunicações (CRT), que também teve sua operação de emissão de eurobônus suspensa (Bittencourt, 1997c).

TRAJETÓRIA DA CAPTAÇÃO EXTERNA

A Tabela 4 apresenta a evolução das emissões de títulos no exterior no período 1992-97 por tipo de tomador. Como se pode verificar, o setor privado financeiro foi responsável pela maior parte das captações externas no período 1992-95. No biênio 1996-97, as empresas privadas foram as principais tomadoras de recursos.²¹

O volume captado pelas instituições financeiras aumentou expressivamente entre 1992 e 1994, em termos absolutos e em relação ao total, passando de US\$ 2,7 bilhões em 1992 para US\$ 8 bilhões em 1994. No biênio 1995-96, houve retração desse volume, ao contrário da trajetória das captações totais, que manteve tendência de crescimento, sustentada pelas captações do setor privado não-financeiro.

Em 1995, a redução das captações pelos bancos foi provocada pela crise cambial mexicana no final de 1994. No primeiro trimestre de 1995, o mercado virtualmente fechou para renovações e emissões novas de títulos latino-americanos, num contexto de elevados resgates nos fundos de investimentos internacionais. Para facilitar as captações, o Banco Central reduziu o prazo mínimo para repasse (de seis para três meses), o IOF e o prazo mínimo de renovação dos bônus por seis meses. A partir de abril, empresas e bancos brasileiros retornaram ao mercado internacional de capitais mediante operações de renovação de títulos, com prazos menores e custos maiores que os vigentes antes da crise (Pinto, 1995).

Em 1996, a retração das emissões dos bancos esteve associada a fatores internos, mais especificamente à maior cautela dessas instituições na concessão de empréstimos domésticos, devido ao aumento significativo da inadimplência de pessoas físicas e jurídicas em 1995. A política monetária restritiva adotada nesse ano, com o objetivo de reverter a deterioração das contas externas, teve como resultado a fragilização da situação financeira das famílias e empresas, que haviam aumentado seu

(21) A trajetória da captação de recursos externos pelo setor privado não-financeiro e pelo setor público não será analisada neste trabalho, pois o objetivo é avaliar os impactos do endividamento externo sobre o mercado de crédito bancário. Também não é objetivo deste trabalho examinar os efeitos desse endividamento sobre a estrutura de financiamento das empresas.

endividamento após o Plano Real. Outra hipótese, não excludente, é que a demanda por linhas de crédito no âmbito da Resolução nº 63 tenha também se retraído, devido ao aumento do risco cambial percebido pelas empresas.

Em 1997, houve retração do volume captado pelas instituições financeiras, a despeito do contexto de alta liquidez internacional e da queda do custo de captação por parte dos países emergentes, até a eclosão da crise asiática. Todavia, as medidas de estímulo à captação externa – a redução do IOF sobre a emissão de títulos no exterior em abril e, principalmente, a autorização para aplicação temporária em NTN-cambiais em junho – fomentaram as emissões dos bancos no segundo trimestre do ano, ao ampliarem as possibilidades de arbitragem e o raio de manobra nas operações de repasse, dada a eliminação da necessidade de casar a captação externa com a demanda interna (Ferreira, 1997).

TABELA 4
BRASIL
EMISSÕES AUTORIZADAS DE TÍTULOS NO EXTERIOR

TIPO DE TOMADOR	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Total						
Número de Lançamentos	202	267	230	258	256	1.011
Valor (US\$ milhões)	5.591	12.149	11.573	14.317	14.911	25.862
Prazo Médio (anos)	3	4	5	5	6	5
Spread (em pontos básicos)	571	640	492	502	474	527
Custo Global (% a a)	11	11	11	11	11	11
Setor Privado Financeiro						
Numero de Lançamentos	66	161	129	133	80	503
Valor (US\$ milhões)	2.720	7.814	8.031	7.567	7.075	6.347
Prazo Médio (anos)	3	3	4	4	5	4
Spread (em pontos básicos)	637	666	500	511	496	543
Custo Global (% a.a.)	12	11	11	11	11	11
% no Total	48,6	64,3	69,4	52,9	47,4	24,5
Setor Privado Não-financeiro						
Número de Lançamentos	128	96	99	119	167	481
Valor (US\$ milhões)	1.912	2.747	3.223	3.552	7.606	13.062
Prazo Médio (anos)	5	6	6	5	7	6
Spread (em pontos básicos)	576	595	497	557	493	536
Custo Global (% a a.)	11	11	11	12	11	11
% no Total	34,2	22,6	27,8	24,8	51,0	50,5
Setor Público						
Número de Lançamentos	8	10	2	6	9	27
Valor (US\$ milhões)	940	1.588	318	2.355	2.297	6.885
Prazo Médio (anos)	4	4	8	4	4	4
Spread (em pontos básicos)	518	520	358	467	421	441
Custo Global (% a a.)	11	10	10	11	10	10
% no Total	16,8	13,1	2,7	16,4	15,4	26,6

Fonte: Banco Central do Brasil (*Boletim Mensal*, vários números).

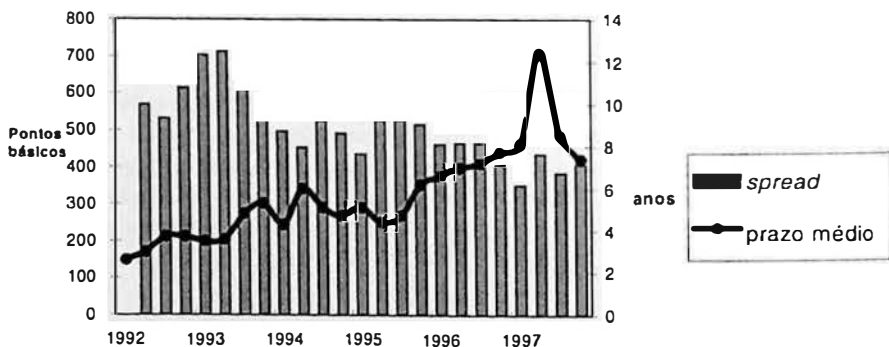
O cenário externo favorável foi revertido no segundo semestre de 1997. A crise asiática retraiu a liquidez internacional e resultou em redução dos prazos e aumento dos *spreads* dos títulos dos mercados emergentes, inclusive brasileiros. No entanto, como se pode ver na Tabela 4, o custo global das emissões manteve-se estável, devido à queda da remuneração dos títulos do Tesouro americano, provocada pelo aumento da demanda por esses papéis (Carta da Sobeet, 1997).

A evolução dos *spreads* dos títulos brasileiros acompanhou a tendência do mercado de títulos dos mercados emergentes. A tendência de queda dos *spreads* e aumento dos prazos também foi interrompida em 1995, após a crise mexicana, como mostra a Figura 2. Em 1996, o aumento da demanda por títulos de alta rentabilidade pelos investidores dos países centrais, associado ao contexto de ampla liquidez internacional e à maior diversificação dos portfólios dos fundos de investimento e de pensão, provocou significativa queda dos *spreads* dos títulos latino-americanos e possibilitou o alongamento dos prazos. Fator cíclico que influenciou esse movimento foi a queda da taxa de juros americana em 1995 (BIS, 1997).

Ao que tudo indica, além de ter revertido essa tendência em termos conjunturais, a crise asiática deve ter provocado maior rigor na avaliação do 'risco-país' e maior seletividade dos investidores (Castro, 1997). Na avaliação do *Institute of International Finance* (IIF), a redução dos *spreads* cobrados dos países emergentes no período 95-97 foi além do que as reformas econômicas implementadas justificariam e da melhora na classificação de risco feita pelas Agências de Classificação de Risco de Crédito (Tachinardi, 1997).

Em relação aos prazos, é importante mencionar que mais de 50% dos títulos brasileiros são emitidos com cláusulas de *put option*, como indica a Tabela 5. Dessa forma, os prazos efetivos de resgate não coincidem necessariamente com os prazos de emissão do papel, divulgados pelo Banco Central.

FIGURA 2
BRASIL
SPREADS E PRAZOS DOS TÍTULOS



Fonte: Banco Central do Brasil (*Boletim Mensal*, vários números).

TABELA 5
CLÁUSULAS DE PUT OPTION

ANO/MÊS	TÍTULOS	
	Sem Opções	Com Opções
Agosto de 96/Julho de 97	8.639	9.139
Setembro de 96/Agosto de 97	9.193	9.689
Outubro de 96/Setembro de 97	8.838	9.434
Novembro de 96/Outubro de 97	8.629	9.770
Dezembro de 96/Novembro de 97	8.794	9.855
Janeiro de 97/Dezembro de 97	10.107	11.358
Janeiro de 98/Dezembro de 98	5.848	15.020

Fonte: Associação Nacional dos Bancos de Investimento e Desenvolvimento (Anbid) (*Investimentos Externos*, vários números).

IMPACTO SOBRE O MERCADO DE CRÉDITO BANCÁRIO

Os impactos dos fluxos de capitais sobre o mercado de crédito bancário dependem, basicamente, de três fatores:

- do volume captado através da colocação de títulos no exterior pelo setor financeiro;
- do volume de recursos efetivamente repassado pelos bancos aos tomadores internos; e
- da gestão macroeconômica dos fluxos.

Como no Brasil não são permitidos depósitos de não-residentes em moeda estrangeira, o único instrumento de canalização de capitais externos pelo sistema bancário é o repasse de recursos captados pelos bancos através de empréstimos bancários e da emissão de títulos no exterior, no âmbito das Resoluções nº 63, nº 2.148, nº 2.170 e nº 2.312 (Quadro 1). O Banco Central não divulga o volume de recursos captados via emissão de títulos no âmbito da Resolução nº 63, mas apenas os referentes aos empréstimos bancários diretos (Tabela 6).

TABELA 6
BRASIL
MODALIDADES DE REPASSES DE RECURSOS EXTERNOS

EMPRÉSTIMOS EM MOEDA	Em US\$ milhões					
	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resolução nº 63 – Empréstimos ^a	856	597	201	817	376	1.200
Resolução nº 2.148 – Rural ^b	–	–	–	1.067	4.866	7.844
Resolução nº 2.170 – Imobiliário ^b	–	–	–	–	5	4
Resolução nº 2.312 – Exportação ^b	–	–	–	–	631	102

Fonte: Banco Central do Brasil (*Boletim Mensal*, vários números).

Notas:

(a) Referem-se a repasses de recursos mediante empréstimos bancários.

(b) Repasses de recursos captados mediante empréstimos bancários e emissões de títulos no exterior.

Em relação às demais resoluções, os dados referem-se ao total de recursos inter-nalizados, independentemente da modalidade de captação. Todavia, com base em informações obtidas em entrevistas com os responsáveis pelos principais bancos repassadores de recursos externos e em jornais e revistas especializadas, é possível afirmar que a Resolução nº 63 foi a principal modalidade de repasse. A maior parte dos recursos foi captada mediante a emissão de títulos no exterior. A captação via empréstimos bancários foi muito pequena, dada a mudança na natureza dos fluxos internacionais de capitais.

Quanto aos novos instrumentos de captação, a Resolução nº 2.148, que regula-menta os financiamentos ao setor rural, também proporcionou expressivo volume de captação de recursos. No entanto, os recursos não foram repassados na totalidade para a agricultura, pois essa Resolução foi utilizada, principalmente em 1997, nas operações de arbitragem com títulos cambiais. Já as captações e, conseqüente-mente, os repasses efetivos ao setor imobiliário e às empresas exportadoras foram insignificantes.

A mensuração da participação das obrigações externas totais e dos repasses no *fundings* do sistema bancário doméstico pode ser feita com base nos dados consoli-dados dos balanços dos bancos disponíveis nos suplementos estatísticos do Banco Central. Contudo, nos dados divulgados pelo Banco Central, os diferentes tipos de repasses de recursos externos não estão desagregados. Porém, pode-se concluir que predominaram os empréstimos bancários no âmbito da Resolução nº 63, pois a maior parte dos recursos foi captada nesse âmbito. Esses empréstimos podem ser direcio-nados apenas para pessoas jurídicas e foram canalizados para operações de capital de giro, *leasing*, financiamentos de exportações e importações de bens de capital (Bittencourt, 1995b).

As instituições mais ativas nas operações de repasses no âmbito dessa Resolução são os bancos privados brasileiros. Segundo dados divulgados pela Sociedade Bra-sileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica (Sobeet) sobre o perfil do endividamento externo brasileiro, esses bancos detinham 70% do estoque de bônus e notas emitido pelo setor privado financeiro no final de 1997 (Carta da Sobeet, 1998). Os bancos estrangeiros, por sua vez, concentram sua atuação na montagem e estruturação das emissões de títulos no exterior e no financia-mento ao comércio exterior.

Segundo estimativas dos principais bancos repassadores de recursos externos, 80% dos repasses mediante a Resolução nº 63 foram utilizados para alongamento e redução do custo do passivo das empresas, que trocaram uma dívida de curto prazo em moeda nacional, com juros elevados, por uma dívida de médio prazo indexada à variação cambial (Luquet, 1993). Dadas as condições mais favoráveis, em termos de prazo e custo, a demanda por essas linhas foi bastante elevada, não sendo, de forma geral, totalmente satisfeita, e diluiu-se entre pequenas, médias e grandes empresas (Salasar, 1995). O custo das linhas de crédito dessa Resolução, que depende do porte da empresa, situou-se numa faixa de 20% a 35% ao ano, mais correção cambial. Como o custo total para os bancos ficou em torno de 11% no período considerado, o ganho financeiro obtido nessas operações foi expressivo (Salasar, 1996). Os bancos

captaram recursos com prazo de, no mínimo, dois anos e repassaram a diversos prazos – que variaram de trinta dias a três anos, mas a maior parte ficou em torno de noventa dias – e diferentes tomadores finais. Enquanto os recursos não eram emprestados, os bancos aplicavam-nos no mercado interbancário ou em NTN-cambiais, quando permitido pela legislação.

Podemos, agora, analisar os impactos sobre o mercado de crédito dos recursos captados através da emissão de títulos no exterior. Se considerado o sistema bancário doméstico como um todo – bancos privados, mais Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal (CEF) –, a participação das obrigações externas sobre o total fica subestimada, pois as duas instituições públicas têm passivo total muito grande, enquanto suas obrigações externas são reduzidas. Excluídas essas instituições, a participação das obrigações externas no passivo total aumenta significativamente (Tabela 7).²² Nos dois casos, ocorreu mudança importante na composição do passivo externo entre 1991 e 1992.

No início da década dos 90, a maior parte do passivo dolarizado referia-se a empréstimos de longo prazo, relacionados à dívida antiga contraída na década dos 70. A partir de 1992, a participação dos repasses nas obrigações externas de curto prazo aumentou substancialmente, refletindo o retorno dos fluxos de capitais através da emissão de papéis no exterior e das linhas voluntárias de crédito ao comércio exterior, respectivamente.

As obrigações externas de curto prazo foram predominantes,²³ sendo esses recursos direcionados para o financiamento do comércio exterior.²⁴ O crescimento dessa modalidade de crédito, que é uma operação entre instituições financeiras, esteve diretamente relacionado com a abertura comercial, pois parte considerável foi direcionada para o financiamento das importações. Segundo o Banco Central, 61% das importações em 1995 e 65% em 1996 foram financiadas por linhas de crédito externo com prazo entre 180 e 360 dias (Ferrari, 1997). As condições de prazo e custo dessas linhas são substancialmente mais favoráveis que as linhas de crédito interno, e sua disponibilidade constituiu, inclusive, um dos fatores responsáveis pelo crescimento das importações.

(22) É importante ressaltar que a queda dos percentuais entre o segundo e o terceiro trimestre de 1994 deve-se a uma mudança na amostra e na metodologia de cálculo realizada pelo Banco Central. Ou seja, há descontinuidade na série nesse período que impede a análise da evolução do grau de dolarização entre 1993 e o primeiro semestre de 1994.

(23) O restante do passivo de curto prazo refere-se a depósitos a prazo em moeda estrangeira no segmento de taxas flutuantes, depósitos em moeda estrangeira, comissões de agentes sobre exportação, fretes e prêmios de seguro sobre exportação, correspondentes no exterior em moeda nacional e obrigações por títulos e valores mobiliários no exterior, dentre outros.

(24) Vale mencionar que as obrigações externas de curto prazo não são necessariamente direcionadas, em sua totalidade, para o financiamento do comércio exterior. Os bancos podem contratar linhas de crédito de curto prazo de instituições no exterior, dependendo do seu limite de posição vendida, e realizar operações de arbitragem no mercado financeiro doméstico. Como esse limite varia de acordo com o porte da instituição, é impossível, com os dados disponíveis, dimensionar esse vazamento.

TABELA 7
BRASIL
GRAU DE DOLARIZAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL

Em %

SISTEMA BANCÁRIO DOMÉSTICO*						
ANO	TRIMESTRE	OBRIG. EXTERNA/ TOTAL	OBRIG. CURTO PRAZO/ TOTAL	OBRIG. LONGO PRAZO/TOTAL		
				Repasses ^b	Empréstimos	Total
1991		10,7	2,9	1,1	6,7	7,8
1992		10,9	7,7	2,2	1,0	3,2
1993		14,0	9,5	3,4	1,1	4,5
1994	I	15,1	10,5	3,4	1,1	4,6
	II	14,9	10,7	3,1	1,0	4,1
	III	13,8	9,4	2,8	1,6	4,4
	IV	12,4	8,0	2,7	1,7	4,3
1995	I	12,2	8,0	2,6	1,6	4,2
	II	12,7	8,4	2,6	1,7	4,3
	III	13,3	8,7	2,9	1,7	4,6
	IV	12,8	8,1	2,9	1,8	4,7
1996	I	13,0	7,9	3,1	2,0	5,1
	II	13,6	8,2	3,4	2,0	5,4
	III	13,5	8,2	3,4	1,8	5,2
	IV	14,1	9,1	3,4	1,6	5,0
1997	I	13,5	9,5	3,1	1,3	3,9
	II	11,2	7,9	2,5	1,2	3,2
	III	12,8	7,8	3,4	2,4	4,8
BANCOS PRIVADOS						
ANO	TRIMESTRE	OBRIG. EXTERNA/ TOTAL	OBRIG. CURTO PRAZO/ TOTAL	OBRIG. LONGO PRAZO/TOTAL		
				Repasses ^b	Empréstimos	Total
1991		19,7	3,5	1,7	14,5	16,2
1992		21,7	15,5	4,9	1,3	6,2
1993		27,5	18,9	7,0	1,5	8,5
1994	I	24,7	15,4	7,7	1,7	9,3
	II	23,1	14,7	6,8	1,4	8,2
	III	18,3	12,0	5,2	1,4	6,5
	IV	16,9	9,9	5,0	1,9	7,0
1995	I	17,1	10,4	5,1	1,6	6,7
	II	16,7	8,9	6,1	1,7	7,8
	III	17,4	9,7	6,0	1,7	7,6
	IV	21,0	10,5	7,8	2,6	10,5
1996	I	20,7	10,2	8,0	2,5	10,5
	II	20,7	10,0	8,3	2,4	10,7
	III	19,6	11,3	6,5	1,9	8,4
	IV	21,5	13,7	6,5	1,4	7,8
1997	I	20,6	14,5	4,7	1,1	5,8
	II	16,3	11,5	3,5	1,0	4,6
	III	20,5	12,7	5,6	2,0	7,6

Notas:

(a) Banco do Brasil, CEF e bancos privados.

(b) Resoluções nº 63, nº 2.148, nº 2.170 e nº 2.313.

(continua)

TABELA 7 (continuação)

BRASIL

GRAU DE DOLARIZAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL

Em %

BANCOS MULTIPLOS PRIVADOS						
ANO	TRIMESTRE	OBRIG EXTERNA/ TOTAL	OBRIG. CURTO PRAZO/ TOTAL	OBRIG. LONGO PRAZO/TOTAL		
				Repasses ^b	Empréstimos	Total
1991		18,2	5,0	1,7	11,5	13,2
1992		16,5	12,0	3,5	1,0	4,5
1993		20,5	14,1	5,0	1,5	6,5
1994	I	21,0	14,7	4,9	1,4	6,4
	II	20,4	14,3	4,7	1,4	6,1
	III	17,4	12,1	4,1	1,2	5,3
	IV	15,2	10,1	3,9	1,2	5,1
1995	I	14,5	9,6	3,7	1,2	4,9
	II	15,3	10,4	3,7	1,3	5,0
	III	16,0	10,9	3,9	1,2	5,1
	IV	17,1	11,9	4,0	1,2	5,2
1996	I	17,1	11,4	4,4	1,3	5,7
	II	18,1	12,1	4,8	1,2	6,0
	III	19,0	12,9	4,9	1,2	6,1
	IV	20,1	13,8	5,2	1,1	6,3
1997	I	19,6	13,3	4,5	1,0	5,5
	II	15,1	10,9	3,3	1,0	4,2
	III	19,3	12,2	5,2	1,9	7,1
BANCOS COMERCIAIS PRIVADOS						
ANO	TRIMESTRE	OBRIG EXTERNA/ TOTAL	OBRIG. CURTO PRAZO/ TOTAL	OBRIG. LONGO PRAZO/TOTAL		
				Repasses ^b	Empréstimos	Total
1991		34,4	3,8	3,2	27,4	30,6
1992		35,2	26,4	5,9	3,0	8,8
1993		40,6	28,9	8,7	3,0	11,7
1994	I	35,4	25,7	6,7	3,2	9,8
	II	31,4	23,8	5,0	2,3	6,7
	III	25,6	18,9	5,0	2,6	6,7
	IV	27,7	16,5	6,8	4,4	11,2
1995	I	27,0	17,5	6,1	3,4	9,5
	II	26,2	16,2	6,8	3,2	10,0
	III	24,2	16,1	5,2	2,9	8,1
	IV	31,5	18,9	6,4	6,2	12,6
1996	I	28,9	17,4	6,4	5,1	11,5
	II	27,8	17,0	5,7	5,1	10,8
	III	30,9	20,5	6,6	3,8	10,4
	IV	31,5	22,8	6,6	2,1	8,7
1997	I	31,1	23,0	6,4	1,7	8,1
	II	27,9	20,2	5,9	1,9	7,7
	III	31,3	19,4	8,5	3,3	11,9

Notas:

(a) Banco do Brasil, CEF e bancos privados.

(b) Resoluções nº 63, nº 2.148, nº 2.170 e nº 2.313.

(continua)

TABELA 7 (continuação)

BRASIL

GRAU DE DOLARIZAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL

Em %

ANO	TRIMESTRE	BANCOS DE INVESTIMENTO PRIVADOS				
		OBRIG. EXTERNA	OBRIG. CURTO PRAZO	OBRIG. LONGO PRAZO/TOTAL		
		TOTAL	TOTAL	Repasses ^b	Empréstimos	Total
1991		6,3	1,6	0,2	4,5	6,1
1992		13,4	8,1	5,3	0,0	8,1
1993		21,2	13,8	7,2	0,2	14,0
1994	I	17,7	6,0	11,4	0,4	11,8
	II	17,4	6,1	10,9	0,4	11,3
	III	11,8	5,1	6,4	0,3	6,7
	IV	7,7	3,1	4,4	0,2	4,6
1995	I	9,8	4,1	5,4	0,3	5,7
	II	8,5	0,2	7,7	0,6	8,3
	III	11,9	2,2	8,8	0,9	9,7
	IV	14,4	0,8	13,1	0,5	13,6
1996	I	16,0	1,8	13,2	1,0	14,2
	II	16,2	0,8	14,4	1,0	15,4
	III	9,0	0,4	7,9	0,7	8,6
	IV	12,9	4,4	7,6	0,9	8,5
1997	I	15,0	1,0	4,1	0,8	4,9
	II	13,7	0,1	4,0	0,5	4,5
	III	15,2	0,0	4,9	0,5	5,5

Fonte: Banco Central do Brasil (*Suplemento Estatístico*, vários números).

Notas:

(a) Banco do Brasil, CEF e bancos privados.

(b) Resoluções nº 63, nº 2.148, nº 2.170 e nº 2.313.

Considerando-se apenas os dados consolidados por tipo de instituição (bancos múltiplos, comerciais e de investimento), verifica-se que houve diferenças significativas na participação das obrigações externas de curto prazo e dos repasses da Resolução nº 63 no passivo total (Tabela 7). Os bancos comerciais tiveram uma atuação muito maior no financiamento do comércio exterior do que os bancos múltiplos e os bancos de investimento, o que está associado à natureza do capital dessas instituições. Grande parte das instituições financeiras estrangeiras, que são ativas nesse tipo de financiamento, dado o seu fácil acesso a linhas externas de curto prazo, estão presentes no país sob a forma de sucursais de bancos estrangeiros, que somente podem operar com carteira de banco comercial.²⁵

No caso dos bancos de investimento, a participação das obrigações externas de curto prazo no total do passivo foi muito pequena, mas a contribuição dos repasses da Resolução nº 63 no *funding* dessas instituições foi maior, se considerada a média do período. Essa participação aumentou expressivamente entre o primeiro trimestre de 1995 e o primeiro trimestre de 1996, quando atingiu 14,4%, devido à política creditícia restritiva adotada nesse período, que estimulou esses bancos a buscar recursos no exterior. Por sua vez, o aumento ocorrido entre o primeiro e o segundo trimestre de 1996

(25) As instituições com controle estrangeiro ou participação estrangeira podem operar como banco múltiplo.

deve estar ligado à proibição de aplicação temporária dos recursos captados em NTN-cambiais, a qual provocou a expansão da oferta de recursos, uma vez que os bancos foram 'obrigados' a repassar aos tomadores domésticos as divisas até então aplicadas em títulos públicos. Todavia, em 1997, os bancos comerciais tomaram-se as instituições mais ativas no repasse de recursos externos, cujo volume atingiu 8,5% do total no terceiro trimestre daquele ano, contra 4,9% dos bancos de investimento.

Em 1997, considerando-se os bancos privados como um todo, a participação dos repasses de recursos externos sobre o total diminuiu de 6,5% no final de 1996 para 5,6% no terceiro trimestre de 1997. Apenas nos casos dos bancos comerciais privados houve aumento nesse período, de 6,6% para 8,5%. Isso porque a maior parte dos recursos foi direcionada para operações de arbitragem de juros, já que em junho de 1997 foram novamente permitidas as aplicações 'temporárias' dos recursos em títulos federais com indexação cambial.

Com base nos dados analisados, pode-se afirmar que o grau de dolarização do sistema bancário doméstico, como um todo e por tipo de instituição, ainda é muito pequeno em termos absolutos e em relação aos demais países latino-americanos.²⁶ Apenas as obrigações externas de curto prazo, que se referem a linhas de financiamento ao comércio exterior, têm participação mais expressiva no passivo dos bancos. Se considerada a contribuição dos repasses de recursos externos para o *funding* do sistema e, assim, para o financiamento do consumo e do investimento domésticos, o valor máximo atingido no caso do sistema bancário privado foi de 8,3% e, se adicionados o Banco do Brasil e a CEF, de apenas 3,4%.²⁷

Os efeitos da maior disponibilidade de recursos externos sobre o mercado de crédito doméstico também dependem da gestão macroeconômica. Por um lado, se o impacto dos fluxos de capitais não é esterilizado, há expansão do volume de liquidez primária da economia e, assim, dos depósitos bancários, aumentando potencialmente a capacidade de expansão creditícia dos bancos. Além disso, ocorre uma pressão baixista sobre a taxa de juros, a qual estimula a demanda de crédito. Por outro lado, se o ingresso de recursos externos for esterilizado através da colocação de títulos públicos pelo Banco Central, o mercado de crédito é isolado dos efeitos potenciais de um afluxo maior de capitais. Mesmo nesse caso, a captação de tais recursos pode causar impactos sobre a composição do *funding* do sistema bancário, com maior proporção do crédito associada às operações de repasse. Com isso, expande-se o volume de créditos com correção cambial, e o maior volume de títulos públicos existente, devido às operações de esterilização, pode ser adquirido com recursos captados internamente.

(26) No México e na Argentina, a elevada participação de passivos dolarizados nos respectivos sistemas bancários – 30% e 50%, respectivamente, em 1994 – está diretamente relacionada com o maior grau de abertura financeira. No caso da Argentina, os depósitos bancários de não-residentes em moeda estrangeira constituem importante fonte de *funding* dos bancos locais (Banco do México, 1995; Faneli e Machinca, 1997).

(27) Ultrapassa os objetivos deste trabalho analisar os efeitos da abertura financeira sobre o sistema financeiro público. Contudo, vale mencionar que o BNDES se destacou como importante repassador de recursos externos, captados mediante a emissão de títulos no exterior, para empresas públicas e privadas de 'bom risco'.

TABELA 8
BRASIL
FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA

ANO	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA		OUTRAS CONTAS ^a	VARIAÇÃO DA BASE MONETÁRIA
				Redesconto	Proer		
				Em R\$ milhões de dezembro			
1992	-5.164	-31.270	33.457	2.336		19.862	19.220
1993	-2.266	1.603	20.397	-2.722		569	17.580
1994	-9.076	18.720	19.998	6.241		3.436	39.319
1995	-4.940	-1.6639	17.397	-4.449	6.604	2.116	89
1996	6.265	-33.530	11.251	7.467	4.473	1.654	-2.419
1997	-2.707	22.612	-7.022	-7.053	0	-932	4.900

Fonte: Banco Central do Brasil (*Boletim Mensal*, vários números).

Nota:

- (a) Inclui compulsório sobre depósitos – a prazo, de instituições financeiras, do Fundo de Aplicação Financeira (FAF) e Depósitos Especiais Remunerados (DER) –, aplicações de reserva monetária e outras contas.

Como pode-se verificar na Tabela 8, apenas em 1997 as operações do setor externo foram 'contracionistas', em virtude da intensa perda de reservas na crise de outubro. No período 1992-96, a estratégia de esterilização do impacto monetário expansionista da entrada de capitais foi predominante (1992, 1995 e 1996). Já no biênio 1993-94, a gestão macroeconômica foi mais receptiva aos fluxos. Em 1994, a expansão monetária esteve associada ao processo de remonetarização da economia após o Plano Real.

É importante mencionar que a estratégia de esterilização dos fluxos de capitais contribuiu para atenuar os efeitos desses fluxos sobre o mercado de crédito doméstico, mas teve consequências perversas sobre as contas públicas, devido ao diferencial entre os juros que remuneram as reservas internacionais e o custo da dívida mobiliária federal. Além do crescimento do estoque dessa dívida, associado ao ingresso de capitais, seu perfil também se modificou, com o aumento da participação dos títulos indexados à taxa de câmbio, demandados pelos investidores externos, bancos e empresas como opção de *hedge* cambial. Desse modo, assim como nos anos 70 e início dos 80, o governo assumiu, de forma crescente, o risco cambial dos agentes privados.

CONCLUSÃO

Na década dos 90, o marco regulatório doméstico foi adaptado para viabilizar o acesso de empresas e instituições financeiras residentes ao mercado internacional de capitais através da emissão de títulos no exterior, seja de renda fixa, seja de renda variável. A mudança na natureza do endividamento externo – empréstimos bancários *vis-à-vis* títulos de dívida direta – não resultou, contudo, em diminuição da importância dos bancos, responsáveis pela estruturação e montagem das operações e pela colocação dos papéis no mercado. Essas atividades são desempenhadas, essen-

cialmente, pelos bancos estrangeiros presentes no país, dada a sua atuação no mercado internacional de capitais. Os bancos brasileiros foram, por sua vez, as instituições mais ativas na emissão de títulos no exterior para repasse interno.

A captação de volume expressivo de recursos externos não se refletiu, entretanto, em mudança substancial na composição do *funding* do sistema bancário doméstico. O endividamento externo, estimulado pelas possibilidades de arbitragem de juros, foi direcionado, em grande parte, para aplicações em títulos públicos, principalmente para os papéis indexados à variação cambial. Sua contribuição para o financiamento do investimento das empresas de pequeno e médio porte, que dependem do crédito bancário interno, foi marginal. Já as empresas de grande porte, que têm acesso ao mercado internacional de capitais, optaram por emitir seus próprios papéis no exterior, diante dos menores custos envolvidos.

Por último, é importante ressaltar que o pequeno grau de dolarização do sistema bancário brasileiro e a adoção de uma gestão macroeconômica menos receptiva aos fluxos de capitais em relação a outros países latino-americanos, como México e Argentina, atenuam a vulnerabilidade do sistema financeiro doméstico às mudanças na direção dos fluxos de capitais.²⁸ Nos países que atingiram o terceiro nível de abertura financeira, ou seja, que permitem depósitos em moeda estrangeira de não-residentes nos bancos locais, como a Argentina, cria-se um vínculo direto entre o mercado de crédito doméstico e o mercado internacional de capitais, com progressiva dolarização das transações monetárias e financeiras internas. Todavia, dado que a maior parte dos passivos bancários dolarizados está com *hedge*, em títulos públicos indexados à taxa de câmbio, eventual fuga de capitais, seguida de uma crise cambial, pode ter impactos deletérios sobre as finanças públicas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBERTO JÚNIOR, C.

1996 Emissão tem custos altos. *Gazeta Mercantil Latino-americana*, São Paulo, 21 de jul., p. 14-II.

ANDIMA

1994 *Súmula 19* – Lançamento do título no exterior. São Paulo : Associação Brasileira de Mercado Aberto.

1997 *Sinopse Andima*. São Paulo : Associação Brasileira de Mercado Aberto. Vários números.

1998 *Sinopse Andima*. São Paulo : Associação Brasileira de Mercado Aberto. Vários números.

(28) Essa menor vulnerabilidade tornou-se explícita com a crise de janeiro de 1999, que não resultou em crise bancária doméstica, como ocorreu nas crises cambiais do México e da Argentina, em 1995.

APPY, Bernardo *et al.*

- 1995 Política Financeira. In: PORTUGAL JR. , José Geraldo (Coord.). *Gestão estatal no Brasil: os limites do liberalismo: 1990-1992*. São Paulo : Fundap/Instituto de Economia do Setor Público.

BALARIN, Raquel

- 1997 ADR vai atrair mais as empresas brasileiras. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 18 de ago., p. B-20.
- 1998 Emissões de ADR cresceram 350% em 1997. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 3 de jan., p. B-1.

BANCO CENTRAL

- 1993 *Boletim do Banco Central*, Brasília Banco Central do Brasil. Vários números.
- 1994 *Boletim do Banco Central*, Brasília : Banco Central do Brasil. Vários números.
- 1995 *Boletim do Banco Central*, Brasília Banco Central do Brasil. Vários números.
- 1996 *Boletim do Banco Central*, Brasília Banco Central do Brasil. Vários números.
- 1997a *Suplemento estatístico*. Brasília : Banco Central do Brasil, dez.
- 1997b *Boletim do Banco Central*, Brasília : Banco Central do Brasil. Vários números.

BANCO DO MÉXICO

- 1995 *Informe anual*, Cidade do México, Banco do México.

BIS – Bank for International Settlements

- 1997 *67th Annual report*. Basle. June.

BITTENCOURT, Getúlio

- 1994 Onde os latinos usaram o dinheiro. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 de jan., p. 5.
- 1995a Bradesco capta no mercado americano. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 5 de jun., p. B-1.
- 1995b Eurobônus para BCN *leasing*. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 5 de jun., p. B-2.
- 1995c Citibank faz nova emissão de títulos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 5 de jun., p. B-2.

BITTENCOURT, Getúlio

- 1995d Nova captação do Real. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 de jul., p. B-1 e B-2.
- 1995e Unibanco volta ao euromercado e capta US\$ 200 milhões. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 25 de maio, p. B-1.
- 1996 Bancos sugerem aplicar no Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 6 de fev., p. A-1 e B-6.
- 1997a J. P. lidera na A.L., Citibank no Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 5 de fev., p. 5. Relatório Especial Eurobônus.
- 1997b Empréstimos sindicalizados estão abertos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 19 de nov., p. B-5.
- 1997c CRT e Itasa captam US\$ 600 milhões. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 16 de dez., p. B-5.
- 1997d Emergentes lideram emissão de ações. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 19, 20 e 21 de dez., p. B-2.
- 1998a BNDES e BFB captam US\$ 385 milhões no mercado externo. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 12 de mar., p. B-20.
- 1998b Bradesco abre mercado de euro para A.L. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 de abr., p. B-24.

CARTA DA SOBEET

- 1997 *Carta da Sobeet*, São Paulo : Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica, ano 1, n. 5, nov./dez.
- 1998 *Carta da Sobeet*, São Paulo : Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica, ano 2, n. 1, jan./fev.

CARVALHO, M. Christina de

- 1998 Brasil tem 30% dos bônus Caravelas. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 de abr., p. B. 5.

CASTRO, A. P.

- 1997 O Mercado de bônus após a crise asiática. *Especial Sobeet*, São Paulo: Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica, ano 1, n. 1, nov./dez.

CELARIER, M.

- 1997 It's the roadshow, stupid!. *Euromoney*, London, p. 60-62, June.

CITIBANK

- 1995 *An Information guide to Depositary Receipts*. New York.

COSTA, A. J.

1994 Capital estrangeiro no Brasil: 1987/1994. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 19, n. 47, p. 43-84.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

1997 *Informativo Mensal*, São Paulo. Vários números.

CULPEPER, R.

1997 Retomada das afluências de capital privado para a América Latina: o papel dos investidores norte-americanos. In: FFRENCH-DAVIS, R. ; GRIFFITH-JONES, S. (Org.). *Os Fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, p. 41-77.

DANTAS, Fernando

1994 O Glossário do novo dinheiro. *Gazeta Mercantil*, São Paulo. 28 de jan., p. 9. (Relatório Captação no Exterior).

1997 Globopar capta US\$ 300 milhões por um ano. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 10 de dez., p. B-2.

DUDLEY, N.

1998 Blue chips are ripe for conversion. *Euromoney*, London, p. 77-82, nov.

ENGEN, John R.

1997 The Scramble for Latin America. *Institutional Investor*, New York, v. 22, n. 9, p. 131-136, sept.

FANELLI, J. M. ; MACHINEA, J.

1997 O Movimento de capitais na Argentina. In: FFRENCH-DAVIS, R. ; GRIFFITH-JONES, S. (Org.). *Os Fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, p. 78-112.

FERRARI, Lúvia

1997 Crédito externo banca 66% das compras. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 26 de mar., p. A-4.

FERREIRA, A.

1997 Poucas empresas têm, de fato, negócios em bolsa. *O Estado de S. Paulo*, São Paulo, 30 de dez., p. B-12.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal

1995 *O Financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*. Campinas. Tese de (Doutoramento), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.

FERREIRA, Carlos Kawai Leal ; FREITAS, Maria Cristina Penido

1990 *O Mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80*. São Paulo : Fundap/Iesp (Estudos de Economia do Setor Público, nº 1).

GOMES, C. T. de F.

1993 *Captação de recursos no mercado internacional de capitais*. Rio de Janeiro : IBMEC.

GRIFFITH-JONES, S.

1997 As Afluências dos fundos privados europeus para a América Latina: fatos e idéias. In: FFRENCH-DAVIS, R. ; GRIFFITH-JONES, S. (Org.). *Os Fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, p. 78-112.

GUGLIELMETTI, Riccardo

1997 *A cessando o mercado internacional de ações: o estudo de caso da Copel*. [s.l. s. n.] Palestra proferida em 19 de setembro na Comissão de Valores Mobiliários, Rio de Janeiro.

HINCHBERGER, B.

1996 A Movable feast. *Institutional Investor*, New York, v. 21, n. 7, p. 69-74, july.

INDICADORES IESP

1995 *Indicadores Iesp*. São Paulo : Fundap/Iesp. Vários números.

KOSHIMIZU, R. K.

1998 Moeda única valoriza papéis de emergentes. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 de abr., p. B-24.

LETHBRIDGE, Eric

1997 Governança corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 209-231, dez.

LUQUET, Mara

1993 Recursos externos são usados para alongar passivos e reduzir juros. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 10-12 de abr., p. B-15.

MORELAND, A. D.

1995 Como estabelecer um programa de ADR. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 12 de maio, p. 2. (Relatório – Captação de recursos externos).

PINTO, Celso

1995 Unibanco e Vale rolam eurobônus. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 24 de abr., p. A-1.

SALASAR, W.

1995 Aumenta a fila para tomar recursos em dólar. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 8 de jan., p. B-6.

1996 Operação 63 fica popular. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 1º de set., p. A-1 e B-5.

SANTIS, Paula de

1998 Investidor estrangeiro tem US\$ 5,1 bilhões em ADR brasileiro. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 de abr., p. B7.

TACHINARDI, Maria Helena

1997 IIF pede melhor avaliação do risco de emergentes. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 3 de dez., p. B-6.

WARNER, J.

1998 Mercado financeiro nunca mais será o mesmo. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 4 de abr., p. A-12.

WILLOUGHBY, J.

1997 Trade secrets. *Institutional Investor*, New York, v. 22, n. 11, p. 65-70, nov.

ABERTURA DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO AO CAPITAL ESTRANGEIRO

MARIA CRISTINA PENIDO DE FREITAS

Desde o pós-guerra até o início dos anos 60 prevaleceu, do ponto de vista legal, o livre acesso de bancos estrangeiros ao sistema financeiro brasileiro. Como na Constituição de 1946 não se distinguiam bancos nacionais dos estrangeiros, a propriedade do capital de instituições bancárias podia estar sob o controle exclusivo de estrangeiros. Após a reforma do sistema financeiro de 1965-66, a entrada de capital estrangeiro passou a ser limitada pelas autoridades monetárias.¹

Embora na legislação então em vigor não existissem regras formais explícitas, a entrada de investidor estrangeiro era admitida via participação acionária minoritária em bancos de investimentos e em empresas de *leasing*.² No que se refere à entrada de bancos comerciais estrangeiros, aplicava-se o princípio de reciprocidade.³ Por

(1) O artigo 18 da Lei nº 4.595, de 31/12/1964, estabelecia que a entrada de instituições financeiras estrangeiras só poderia ocorrer mediante prévia autorização do Banco Central do Brasil ou decreto do Poder Executivo.

(2) Ressalte-se que com o fim das cartas-patente e a introdução do banco múltiplo – Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 1.524, de 21/9/1988 –, os bancos estrangeiros puderam diversificar suas atividades. Embora a transformação em banco múltiplo exigisse a elevação do capital, a referida regulamentação determinou que os níveis de participação estrangeira nas instituições financeiras permanecessem inalterados.

(3) O princípio de reciprocidade, definido pela primeira vez na Lei nº 4.131, de 2/9/1962, aplicava-se tanto às condições de entrada, quanto às atividades permitidas aos bancos estrangeiros. Estes estariam sujeitos às mesmas restrições ou proibições aplicáveis aos bancos brasileiros presentes ou interessados em estabelecer-se nas praças financeiras de suas matrizes.

esse critério, autorizava-se exclusivamente a entrada de instituições bancárias estrangeiras originárias daqueles países que permitiam a entrada de bancos brasileiros em seus sistemas financeiros. Todavia, a instalação de escritórios de representação era livremente admitida, não havendo nem mesmo a necessidade de solicitar autorização prévia às autoridades brasileiras.

Na segunda metade dos anos 60 e ao longo dos anos 70, no contexto de um intenso movimento de internacionalização bancária, ampliou-se a presença de bancos estrangeiros no Brasil, a despeito das restrições existentes. Pois, para viabilizar a expansão dos bancos brasileiros no exterior – sobretudo do Banco do Brasil, Banespa e Banco Real –, multiplicaram-se os acordos bilaterais e as autorizações de ingresso com base na aplicação do princípio de reciprocidade.⁴

Com a promulgação da Constituição de 1988, a entrada de capital estrangeiro foi virtualmente proibida, uma vez que remeteu a regulamentação do aumento da participação de investidores estrangeiros no sistema financeiro brasileiro à lei complementar, ainda não aprovada.⁵ Contudo, o artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias deixou aberta a possibilidade de acesso das instituições financeiras estrangeiras ao mercado doméstico, ao prever autorizações resultantes dos acordos internacionais, da aplicação do princípio de reciprocidade e dos casos que o governo julgue de 'interesse nacional'.⁶

Aproveitando tal prerrogativa, em agosto de 1995, pela Exposição de Motivos nº 311 encaminhada pelo ministro da Fazenda ao presidente da República, e aprovada por este, o governo brasileiro estabeleceu que é do interesse do país a entrada e/ou aumento da participação de instituições estrangeiras no sistema financeiro. Tal decisão foi tomada no contexto de fragilidade crescente do sistema bancário nacional, que sofria as conseqüências de uma brutal contração de liquidez associada à implementação de políticas restritivas em resposta aos impactos da crise mexicana. Igualmente, a abertura do sistema financeiro brasileiro ao capital estrangeiro veio atender aos interesses de várias instituições financeiras internacionais e, ao menos parcialmente, às exigências internacionais, expressas em diferentes fóruns, tais como Organização Mundial do Comércio (OMC), Mercado Comum do Sul (Mercosul) e Área de Livre Comércio das Américas (Alca).⁸

(4) Para maiores detalhes sobre a internacionalização do sistema financeiro brasileiro nos anos 70, ver Baer (1983) Sobre o processo mundial de internacionalização bancária e a expansão dos bancos brasileiros no exterior, ver Freitas (1989).

(5) Não existem restrições à transferência de participações de uma instituição estrangeira para outra.

(6) Os preceitos desse mesmo artigo também se aplicam à abertura de novas agências de instituições bancárias estrangeiras e sob controle estrangeiro, conforme estabelece a Resolução CMN nº 1.535, de 30/11/1988.

(7) Sobre a fragilidade do sistema bancário brasileiro após a implantação do Plano Real, ver Freitas (1997a).

(8) A avaliação da participação brasileira nas negociações multilaterais para a liberalização dos serviços financeiros é apresentada no artigo *Negociações multilaterais e regionais sobre serviços financeiros e seu impacto doméstico*, neste livro.

Esse expediente deverá ser utilizado sempre que necessário para permitir a participação estrangeira na capitalização de instituições financeiras privadas nacionais e/ou no processo de privatização dos bancos oficiais. O aumento da participação estrangeira é visto como desejável pelas autoridades governamentais, pois considera-se que o capital financeiro externo permite, pelo acirramento da concorrência, o equacionamento das principais deficiências do mercado financeiro doméstico, isto é, concentração em operações de curto prazo, *spreads* bancários e custos operacionais demasiadamente elevados diante dos padrões internacionais, ausência de mecanismos de financiamento de longo prazo, mercado de capitais pouco desenvolvido, com concentração excessiva em poucas empresas, em sua maioria estatais, e, comparativamente, pequena participação dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos de investimentos, seguradoras).

Ainda com o intuito de favorecer a entrada de capitais externos no sistema financeiro nacional, em 16 de novembro de 1995, o CMN eliminou, por meio da Resolução nº 2.212, a exigência de que o capital mínimo de um banco estrangeiro fosse o dobro daquele exigido para um banco nacional. Esse requisito havia sido fixado em 1994, quando da adesão brasileira ao Acordo da Basiléia, ocasião em que novos valores mínimos de capital para os bancos foram definidos pela Resolução CMN nº 2.099, de 17 de agosto.

Na sequência dessa breve recuperação da evolução do tratamento legal conferido ao capital estrangeiro no sistema financeiro nacional, são analisados, na primeira parte, o contexto internacional e os determinantes internos da ampliação recente da presença bancária estrangeira no Brasil, bem como as modalidades dessa expansão e o perfil das instituições recém-chegadas. Em seguida, na segunda parte, são discutidos os argumentos favoráveis e contrários ao aumento da participação estrangeira no sistema financeiro doméstico. Na terceira parte, avalia-se o impacto da maior presença dos bancos estrangeiros no mercado doméstico, tanto no que se refere às alterações nas participações relativas desse segmento nos resultados do sistema bancário nacional, como no que concerne a suas implicações em termos das modificações das estratégias de concorrência e da reestruturação bancária privada. Finalmente, na quarta parte, à guisa de conclusões, são levantadas algumas questões relativas às tendências e às perspectivas do sistema financeiro nacional.

AMPLIAÇÃO DA PRESENÇA ESTRANGEIRA NO SISTEMA BANCÁRIO DOMÉSTICO

CONTEXTO INTERNACIONAL E DETERMINANTES EXTERNOS

A análise do movimento recente de ampliação da presença de instituições estrangeiras no sistema bancário brasileiro exige uma referência, ainda que sucinta, às transformações financeiras que vêm ocorrendo desde a década passada nos países centrais. Fenômenos como a desregulamentação e liberalização financeira, a proliferação de novos instrumentos e produtos, e o surgimento de novos atores nos merca-

dos de capitais associado ao processo de institucionalização da poupança financeira revolucionaram o mundo das finanças em âmbito mundial e também nacional. Em particular, alteraram-se, de forma considerável, o espaço de valorização do capital e as condições de atuação das instituições bancárias, agentes ativos e reativos desse processo de mudanças financeiras.⁹

Igualmente, no contexto do progresso tecnológico nos setores de telecomunicações e de informática, diversos aspectos do funcionamento microeconômico dos mercados e da atividade bancária modificaram-se substancialmente. Contudo, isso não significa que tais desenvolvimentos correspondam, necessariamente, a maior eficiência, qualquer que seja o sentido atribuído a essa expressão, dos mercados e instituições. Ao contrário, no contexto da desregulamentação e das reformas financeiras – peças-chave, em certos países, de políticas governamentais de ‘concorrência’¹⁰ –, as estratégias competitivas adotadas pelas instituições financeiras contribuíram para aumentar a fragilidade de alguns sistemas bancários nacionais e para a emergência de crises profundas, que exigiram intervenção do emprestador de última instância, sobretudo porque a ampliação do espaço de valorização das instituições não foi acompanhada do necessário reforço da regulamentação prudencial. Adicionalmente, a generalização das transações não registradas nos balanços e da utilização dos derivativos, ao criarem vínculos estreitos entre os mais diversos segmentos dos mercados financeiros, dificultou sobremaneira a avaliação e a mensuração dos riscos incorridos pelas instituições individualmente.

Os bancos tiveram de superar inúmeras dificuldades no processo de transição para sistemas financeiros mais liberalizados. Com efeito, em certos países, essas instituições defrontaram-se com a emergência de novos concorrentes em atividades que lhes eram exclusivas, enquanto permaneciam submetidas a restrições que não se aplicavam a esses novos rivais. Nos diferentes contextos institucionais nacionais, a concorrência com as instituições financeiras não-bancárias – e, mesmo, entre os bancos e organizações empresariais não-financeiras – aparece de diversas formas. Em países onde existiu a segmentação institucional, novos atores penetraram no mercado de crédito comercial, tais como: os bancos de investimentos, as companhias de crédito hipotecário, as seguradoras e as companhias de ‘crédito cativo’, empresas financeiras não-bancárias vin-

(9) Sobre as transformações financeiras nos países centrais, ver, dentre outros, OECD (1992), Blommcstein (1995), Freitas (1997b) e, em particular para o caso americano, Cintra (1997).

(10) Há diferenças marcantes entre os países no que se refere ao processo de desregulamentação financeira. Enquanto nos Estados Unidos esse processo foi, em grande medida, fruto da própria dinâmica concorrencial das instituições financeiras, constituindo uma validação *ex-post* de práticas, instrumentos e atividades formalmente interditas, mas efetivamente desenvolvidas e utilizadas, em países como França e Japão, os governos desempenharam papel central na implantação de reformas mais ou menos profundas em seus sistemas financeiros, concebidas para favorecer o ‘livre jogo das forças de mercado’ e a concorrência, à qual se atribui a virtude de favorecer a eficiência e a alocação ótima de recursos. Já na Alemanha, onde o espaço da concorrência bancária é estritamente delimitado pela legislação que estabelece em detalhes tudo o que é permitido, a desregulamentação financeira tem sido efetuada de forma gradual e cautelosa, visando, sobretudo, à adequação da legislação doméstica às normas e às exigências da União Européia.

culadas aos grandes grupos industriais (por exemplo, nos Estados Unidos, a *General Motors Acceptance Corporation* e a *General Electric Capital Service*).

Também os investidores institucionais estão em concorrência direta com os bancos pela captação da poupança financeira líquida das empresas e das famílias. Em vários países, os bancos defrontaram-se com alterações profundas das suas fontes de *funding*. Os depósitos tradicionais perderam importância diante dos instrumentos do mercado monetário, como os fundos de investimento, em que os valores das cotas adquiridas pelos aplicadores são comparados diariamente, aumentando o custo da captação bancária.

Igualmente, na esfera institucional dos sistemas de pagamentos, os bancos enfrentam competição das empresas não-financeiras, que oferecem *software* para cartões de crédito e terminais eletrônicos de serviços financeiros, ou ainda desenvolvem cartões de crédito pré-pagos. Esses novos instrumentos 'semibancários' incluem também serviços de pagamentos, seguros e créditos, oferecidos e administrados por grandes redes comerciais varejistas, como a Sears nos Estados Unidos, e os grandes magazines (*department stores*) no Japão, França e Reino Unido (Freitas, 1997b).

Nesse movimento de adaptação às novas condições de concorrência, inúmeras instituições faliram ou foram absorvidas por seus concorrentes. Algumas delas adotaram estratégias de diversificação de atividades que as levaram a assumir riscos elevados. Outras não conseguiram defender seus espaços de valorização ante os novos rivais que possuíam vantagens competitivas mais importantes.

Essas mudanças verificadas no ambiente concorrencial dos bancos desencadearam um processo de concentração e reestruturação dos sistemas bancários, o qual se manifesta, na maior parte dos países, em ondas sucessivas de fusões e aquisições. Esse movimento – que se realimenta na própria busca de ampliação da base de clientes e de negócios, inerente à dinâmica concorrencial – aponta para uma contínua tendência de diminuição do número de instituições bancárias e de aumento da concentração, como pode ser verificado nos dados apresentados nas Tabelas 1 e 2.

TABELA 1
PAÍSES SELECIONADOS
FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR BANCÁRIO (1989-96)

PAÍSES	NUMEROS				VALORES							
	1989-90	1991-92	1993-94	1995-96 ^a	US\$ bilhões				Em % ^a			
					1989-90	1991-92	1993-94	1995-96 ^a	1989-90	1991-92	1993-94	1995-96 ^a
Alemanha	19	71	83	27	1,1	3,5	1,9	0,7	4,5	6,5	7,6	3,5
Estados Unidos	1 501	1 354	1 477	1 176	37,8	56,8	55,3	82,5	7,3	18,7	9,0	13,5
Espanha	30	76	44	26	4,0	4,3	4,5	2,1	18,5	13,5	21,5	34,1
França	52	133	71	43	2,7	2,4	0,5	3,2	5,1	4,3	1,0	10,4
Holanda	12	20	13	7	10,9	0,1	0,1	0,8	56,3	0,2	0,5	9,5
Itália	41	122	105	56	8,2	5,3	6,1	3,0	22,7	15,6	17,7	19,4
Japão	8	22	8	17	31,2	0,0	2,2	33,8	71,8	0,3	18,8	77,0
Reino Unido	86	71	40	28	6,4	7,5	3,3	21,7	2,6	6,5	3,4	12,4
Suíça	31	47	59	14	0,5	0,4	3,9	0,7	4,7	9,5	43,4	1,6

Fonte: *Securities Data Company* (apud BIS, 1996, p. 90).

Notas:

(a) Porcentagem das fusões e absorções em todos os setores.

(b) Posição em 4 de abril de 1996.

TABELA 2
PAÍSES SELECIONADOS
REESTRUTURAÇÃO BANCÁRIA: NÚMERO DE INSTITUIÇÕES E CONCENTRAÇÃO POR TAMANHO

PAÍSES	NÚMERO DE INSTITUIÇÕES*						CONCENTRAÇÃO: CINCO MAIORES		
	1980	1990	1995	Pico (depois de 1980)			1980	1990	1995
	Número			Número	Ano	% ^d	% nos Ativos Totais		
Alemanha	5.355	4.180	3.487	5.355	1980	-35	n.d.	n.d.	17 (22)
Estados Unidos	35.875	27.864	23.854	35.875	1980	-34	9 (14)	9 (15)	13 (21)
Espanha*	357	327	318	378	1982	-16	38 (58)	38 (58)	49 (62)
França	1.033 ^f	786	593	1.033	1984	-43	57 (69)	52 (66)	47 (63)
Holanda	200	180	174	200	1980	-13	73 (81)	77 (86)	81 (85)
Itália	1.071	1.067	941	1.109	1987	-15	26 (42)	24 (39)	29 (45)
Japão	618	605	571	618	1980	-8	25 (40)	30 (45)	27 (43)
Reino Unido	796	665	560	796	1983	-30	63 (80)	58 (79)	57 (78)
Suíça	478	499	415	499	1990	-17	45 (56)	45 (57)	50 (62)

Fonte: BIS (1996, p. 86).

Notas:

- (a) Bancos comerciais, instituições de poupança, bancos mútuos e cooperativas.
 (b) Os dados entre parênteses referem-se à concentração para os dez maiores bancos.
 (c) Para o Japão e o Reino Unido, o dado é de 1994.
 (d) Modificação em relação à última verificação.
 (e) Os dados de concentração incluem apenas bancos comerciais e instituições de poupança.
 (f) Dado relativo a 1994.

Obs.: n.d. = informação não-disponível.

A reestruturação em curso dos sistemas bancários nacionais ocasionou, na maioria dos países desenvolvidos analisados, a redução de postos de trabalho e das despesas com pessoal (Tabela 3). Uma diminuição mais acentuada, tanto de número de empregados como de despesas com pessoal, ocorreu nos países anglo-saxões e na Suíça. Na Alemanha, ao contrário, o número de empregados no setor bancário cresceu, mas esse movimento de expansão não se traduziu na elevação das despesas com pessoal, que apresentaram trajetória de queda no período considerado. Na França, Itália e Japão, onde a legislação trabalhista também é bem mais rígida se comparada com o padrão anglo-saxão, a eliminação de postos de trabalho no segmento bancário não foi significativa no período considerado.

No que se refere às redes de agência, apenas no Reino Unido houve retração expressiva no número de agências ao longo de todo o período 1980-95 (ver Tabela 4). Na Alemanha, França, Holanda e Suíça, houve igualmente uma diminuição no número de agências nos anos 90, mas menos significativa que no caso britânico. O contrário aconteceu em países como Estados Unidos, Itália e Japão, onde as restrições relativas à ampliação das redes de agência vêm sendo gradativamente abolidas e/ou flexibilizadas (BIS, 1996).¹¹

(11) No caso americano, a aprovação em 1994 do *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* concedeu aos bancos a possibilidade de formar uma rede nacional de agências filiais em todos os estados, embora a maioria dos estados já permitisse a instalação de filiais interestaduais. Sobre esse ponto, ver Cintra (1997).

TABELA 3
PAÍSES SELECIONADOS
REESTRUTURAÇÃO BANCÁRIA: NÚMERO DE EMPREGADOS E DESPESA COM PESSOAL

PAÍSES	EMPREGADOS*					DESPESAS COM PESSOAL		
	1980	1990	1994	Pico		1980-82	1986-88	1992-94
	Número (milhares)			Ano	% ^b	% do Resultado Bruto		
Alemanha ^c	533	621	658	1994		48	44	39
Estados Unidos	1.900	1.979	1.891	1987	-12	36	31	27
Espanha	252	252	245	1991	-4	47	43	37
França	399 ^d	399	382	1988	-5	47*	44	44
Holanda	113	118	112	1991	-6	42	41	38
Itália	277	324	332	1993	-0,3	46	48	44
Japão	612	597	618	1993	-0,6	44	33	39
Reino Unido	324	425	368	1989	-15	47	38	36
Suíça	84	120	112	1990	-7	40	37	33

Fonte: BIS (1996, p. 88).

Notas:

(a) Instituições de depósito; excluem-se cooperativas de crédito no caso do Japão.

(b) Modificação em relação à última verificação.

(c) Os dados de emprego referem-se exclusivamente à Alemanha Ocidental.

(d) Dado relativo a 1985.

(e) Dado do período 1981-82.

TABELA 4
PAÍSES SELECIONADOS
REESTRUTURAÇÃO BANCÁRIA*: NÚMERO DE AGÊNCIAS

PAÍSES	1980	1990	1995	PICO		
	Número (milhares)			Número (milhares)	Ano	% ^b
Alemanha	39,3	39,8	37,9	40,0	1985	-5
Estados Unidos	58,3	67,7	69,6 ^d	69,6	1994	
Espanha	25,8	35,2	35,2	36	1995	
França	24,3 ^c	25,7	25,5	25,9	1987	-2
Holanda	6,6	8,0	7,3	8,5	1986	-14
Itália	12,2	17,7	23,9	23,9	1995	
Japão	18,5	24,8	25,7 ^d	25,7	1994	
Reino Unido	20,4	19,0	16,6 ^d	21,2	1985	-22
Suíça	3,7	4,2	3,8	4,2	1990	-10

Fonte: BIS (1996, p. 87).

Notas:

(a) Instituições de depósito. No caso dos Estados Unidos e Japão, excluem-se cooperativas de crédito.

(b) Modificação em relação à última verificação.

(c) Dado relativo a 1981.

(d) Dado relativo a 1994.

A liberalização financeira viabilizou também, em diversos países, a diversificação de atividades dos bancos, ao eliminar e/ou reduzir as segmentações institucionais entre as atividades bancárias comerciais e de investimentos, bem como as barreiras entre as atividades bancárias e de seguro existentes naqueles países onde já predominava a organização bancária universal ou múltipla. Em particular nos países europeus, os vínculos entre as instituições bancárias e as seguradoras deram origem a um novo

tipo de conglomerado financeiro, denominado *bancassurance* ou *allfinanz*.¹² De igual modo, os bancos lançaram-se à atividade de gestão de patrimônio, conquistando posições expressivas no segmento dos fundos mútuos de investimento.

Nesse quadro de eliminação de barreiras institucionais, os bancos intensificaram a competição por novos espaços de valorização e, sobretudo, diversificaram suas atividades, priorizando os serviços financeiros que geram comissões e/ou não são registrados nos balanços. Dentre as transações não registradas em balanço, que geram importantes comissões, estão operações tradicionais – como os aceites bancários, e crédito documentário associado às transações de comércio exterior¹³ e as linhas de crédito *stand-by*¹⁴ – e, também, aquelas operações associadas aos instrumentos financeiros de securitização, como as *note insurance facilities* (NIF),¹⁵ e aos derivativos como *swaps* e opções de juros e câmbio. Assim, verificou-se, na maioria dos países desenvolvidos, a tendência de crescimento da participação das receitas de serviços financeiros (*non-interest income*) nas receitas totais dos bancos (Tabela 5).

TABELA 5
PAÍSES SELECIONADOS
INDICADORES DE DESEMPENHO DOS BANCOS COMERCIAIS

PAÍSES	LUCRO ANTES DOS IMPOSTOS ^a			RECEITA DE SERVIÇOS FINANCEIROS ^b		
	1980-82 ^c	1986-88	1992-94	1980-82 ^c	1986-88	1992-94
Alemanha	0,5	0,7	0,5	29	30	29
Estados Unidos	1,0	0,7	1,6	24	30	35
Espanha	0,7	1,1	0,6	18	20	27
França	0,4	0,4	-0,1	16	17	46
Holanda ^d	0,3	0,7	0,6	25	26	30
Itália	0,7	1,0	0,8	26	29	26
Japão ^e	0,5	0,6	0,2	14	24	1
Reino Unido	1,1	1,0	0,7	29	37	43
Suíça ^d	0,6	0,7	0,6	47	49	51

Fonte: OECD (*apud* BIS, 1996, p. 82).

Notas:

- (a) Em porcentagem dos Ativos.
- (b) Em porcentagem do Resultado Bruto.
- (c) Para a França, dado relativo ao período 1981-82.
- (d) Todos os bancos.
- (e) Ano fiscal.

(12) Sobre as implicações da eliminação das barreiras institucionais das atividades bancárias comerciais de investimento e de seguro, ver Borio e Filosa (1995).

(13) Os aceites bancários são letras de câmbio sacadas contra um banco e aceites por este. O crédito documentário também é uma letra de câmbio, mas traz anexos os documentos relacionados à operação mercantil subjacente. Esse é um método usual para se efetuarem pagamentos de mercadorias vendidas mediante operações de importação/exportação e, ao mesmo tempo, uma fonte de financiamento muito utilizada em comércio exterior.

(14) Compromisso assumido pelo banco de emprestar determinada quantia, por um período específico, a ser utilizada exclusivamente em uma situação peculiar.

(15) NIF é um instrumento financeiro de médio prazo (entre cinco e sete anos) que tem como lastro títulos de curto prazo (de três a seis meses), as chamadas *euronotes*, e conta com garantia de subscrição bancária. Para maiores detalhes sobre esse instrumento, e também sobre as *swaps* e opções de juros e câmbio, ver Ferreira e Freitas (1990, p. 46-52).

QUADRO 1
OS DEZ MAIORES BANCOS DO MUNDO POR CAPITAL

RANKING	1991		1994		1996	
	BANCO	PAÍS	BANCO	PAÍS	BANCO	PAÍS
1	Sumitomo Bank	Japão	Sanwa Bank	Japão	HSBC Holding	Reino Unido
2	Dai-ichi Kangyo	Japão	Dai-ichi Kangyo	Japão	Tokyo-Mitsubishi	Japão
3	Fuji Bank	Japão	Fuji Bank	Japão	Crédit Agricole	França
4	Sanwa Bank	Japão	Sumitomo Bank	Japão	Chase Manhattan Corp.	Estados Unidos
5	Crédit Agricole	França	Sakura Bank	Japão	Citicorp	Estados Unidos
6	Sakura Bank	Japão	Mitsubshi Bank	Japão	Deutsche Bank	Alemanha
7	U. B. Switzerland	Suíça	HSBC Holdings	Reino Unido	BankAmerica Corp.	Estados Unidos
8	Mitsubshi Bank	Japão	Crédit Agricole	França	ABN-AMRO Bank	Holanda
9	J.P. Morgan	Estados Unidos	Citicorp	Estados Unidos	Sumitomo Bank	Japão
10	Barclays Bank	Reino Unido	U. B. Switzerland	Suíça	U. B. Switzerland	Suíça

Fonte: *Banker* (1993, 1996 e 1997).

As transformações financeiras e, em particular, o movimento de reestruturação refletiram-se na classificação dos dez maiores bancos do mundo por capital no período 1991-96. No Quadro 1, destaca-se o declínio da posição dos bancos japoneses. Esse resultado não surpreende, em razão da grave crise do sistema bancário japonês e da desvalorização acentuada do iene ante o dólar. Igualmente, sobressai o retorno dos bancos americanos ao grupo dos dez maiores. Em 1994, havia apenas o Citibank, mas em 1996 já existiam três bancos americanos dentre os maiores do mundo. Efetivamente, os bancos americanos retornaram aos mercados financeiros internacionais como atores importantes tanto nos segmentos bancários comerciais de atacado e de varejo, como em segmentos de custódia, gestão de fundos de investimento e mercado de divisas.

Além da concentração e centralização, mediante fusões e aquisições, em âmbito doméstico, a dinâmica concorrencial do sistema financeiro vem estimulando, igualmente, a diversificação geográfica e a atuação global nos diferentes mercados e segmentos. Por exemplo, na Europa, onde a consolidação está associada, de modo geral, à constituição de um mercado monetário e financeiro unificado, as fusões e aquisições concentravam-se inicialmente dentro das fronteiras nacionais. Contudo, após a consolidação nos mercados domésticos, multiplicaram-se as transações envolvendo instituições de diferentes nacionalidades, tanto no segmento bancário, como no setor de seguros. Tem ocorrido também intenso movimento de aquisição de bancos de investimentos ingleses e americanos, por instituições bancárias da Europa continental, com vistas a fortalecer suas posições nos mercados de capitais.

De acordo com diversos analistas, as fusões e aquisições bancárias irão multiplicar-se nos próximos anos, tanto na Europa como nos Estados Unidos. Neste, parte do problema da crise bancária dos anos 80 foi resolvida pela fusão e aquisição dos bancos falidos pelos principais bancos regionais. No período 1985-90, os 25 principais *super-regional banks* adquiriram cerca de 402 bancos, que não conseguiram

adaptar-se ao novo ambiente concorrencial. Desse modo, os bancos desse segmento, um dos mais dinâmicos do mercado americano, ampliaram também suas presenças em âmbito mundial. Entre 1990 e 1997, esse processo foi intensificado e vários desses bancos regionais transformaram-se em grandes bancos nacionais. Igualmente, em abril de 1998, foi anunciada a fusão do Citibank, o segundo maior banco do país, com o Travelers Group, o qual controla importantes instituições, como o Salomon Smith Barney (fruto da fusão do banco de investimento Salomon Brothers com a corretora de investimentos varejista Smith Barney) e a seguradora Travelers Life & Property. Essa transação representa um desafio à legislação em vigor, já que ainda prevalece nos Estados Unidos a segmentação institucional das atividades financeiras.

Na Europa, onde os mercados bancários domésticos estão saturados, é grande a possibilidade de pequenos bancos serem absorvidos pelos maiores, devido às condições macroeconômicas domésticas, de baixo crescimento e baixas taxas de inflação e de juros. Nesse contexto, segundo estimativas, os bancos terão dificuldade para ampliar seus ativos e reduzir seus custos, o que se traduziria em margens menores e, or consequência, em menores lucros.

A introdução do euro, a partir de 1999, ao unificar o mercado de crédito, deverá pressionar ainda mais as margens bancárias, sobretudo aquelas praticadas nos empréstimos a empresas, em países como Espanha, Itália e Portugal. Quando os empréstimos forem denominados na moeda européia, os tomadores desses países encontrarão banqueiros estrangeiros dispostos a oferecer crédito mais barato. De igual modo, se a introdução do euro viabilizar a criação de um amplo mercado de capitais, capaz de rivalizar com o mercado americano em termos de volume e liquidez, as grandes empresas européias terão maiores facilidades para levantar recursos em moeda local em condições favoráveis. Mesmo as empresas menores terão a oportunidade de tentar financiar-se sem recorrer aos bancos, o que pressionará ainda mais as margens bancárias.

Sem dúvida, está em curso uma tendência de consolidação de grandes instituições, mas nada garante que a criação dessas instituições resolverá os problemas que os bancos enfrentam, como a redução das margens e as pressões dos acionistas por retornos crescentes. É possível que as megafusões que vêm ocorrendo nos últimos dois anos estejam – como destaca o semanário inglês *The Economist*, referindo-se à união dos dois grandes bancos suíços UBS e SBC em dezembro de 1997 – baseadas em “uma quimera: a realização de um esforço titânico para tornar-se uma empresa com tamanho, *expertise* e atuação global para fazer fortuna vendendo serviços financeiros aos poupadores mundiais e às empresas multinacionais. Se é verdade que essa meta exige um esforço desmesurado, é equivocado assumir que os negócios que os poucos sobreviventes irão herdar serão especialmente rentáveis” (*Economist*, 1997a).

A competição acirrada exige grandes bancos com amplos canais de distribuição. Como há limite para compressão dos custos, o caminho é ampliar a massa de clientes e o volume de negócios. Isso explica tanto o movimento de fusões e aquisições em âmbito mundial, que tem conduzido à constituição de grandes conglomerados, como

a diversificação geográfica, mediante a instalação de filiais e/ou subsidiárias em países estrangeiros, numa estratégia de fortalecimento da posição global.

A grande maioria dos bancos que atua em âmbito internacional expandiu suas atividades no exterior, após alguns anos de retração na década dos 80, motivada pela crise da dívida dos países do Terceiro Mundo. Há, contudo, várias notáveis exceções, como alguns grandes bancos americanos e ingleses. Por exemplo, o Lloyds Bank preferiu priorizar, na segunda metade dos anos 80, o mercado doméstico, desativando diversas subsidiárias externas e retirando-se do mercado internacional de crédito (*Economist*, 1998a).

Em certa medida, esse novo esforço de internacionalização deriva das intensas pressões concorrenciais nos mercados nacionais já assinaladas. Contudo, é preciso ressaltar que esse movimento recente apresenta alguns traços distintos em relação à internacionalização bancária dos anos 60 e 70. Naquela época, esse movimento traduzia-se na implantação de entidades no estrangeiro, com o objetivo de acompanhar a internacionalização dos seus principais clientes nacionais, de viabilizar o acesso das grandes empresas públicas e privadas do país anfitrião ao mercado internacional de crédito em euromoedas, e, em menor grau, de conquistar espaço no mercado bancário local (Freitas, 1989).

Embora seus mais importantes clientes no exterior continuem sendo as filiais locais das empresas-clientes do país de origem, dado o predomínio dos mercados internacionais de capitais como fonte de financiamento das grandes empresas, os bancos têm procurado, atualmente, ampliar suas atividades nos mercados de serviços financeiros dos países anfitriões, sobretudo mediante a aquisição e/ou participação acionária em instituições domésticas. Em outras palavras, as estratégias de apoio e financiamento externo e de diversificação que prevaleceram no passado cederam a primazia à estratégia de diversificação das atividades no mercado local, o que exige redes de agências mais densas e maior integração com o sistema bancário doméstico. Tal estratégia tem sido viabilizada pela abolição ou flexibilização gradativa das restrições relativas à instalação de filiais e/ou sucursais, à participação estrangeira no capital de instituições nacionais e às atividades de bancos estrangeiros nos mercados domésticos, tanto nos países desenvolvidos como em diversos países em desenvolvimento.

As atividades no exterior são fontes de importantes receitas para os grandes bancos internacionais. Aqueles que possuem vastas redes de dependências externas, como o Standard Chartered, o HSBC, o Crédit Agricole e o Citibank, obtêm a maior parte de suas receitas totais no estrangeiro, como revelam os dados da Tabela 6. Nessa tabela, estão listados trinta dos cinquenta maiores bancos globais, classificados pela revista *The Banker*, de acordo com o peso dos ativos no exterior como porcentagem dos ativos totais.¹⁶

(16) Na elaboração do ranking dos cinquenta maiores bancos globais, a revista *The Banker* considerou apenas aquelas instituições cujos ativos no exterior superavam os 20% dos ativos totais.

TABELA 6
OS TRINTA MAIORES BANCOS GLOBAIS POR ATIVOS NO EXTERIOR COMO PORCENTAGEM DOS
ATIVOS TOTAIS (POSIÇÃO EM 31/12/1996)

RANKING GLOBAL	RANKING MUNDIAL	INSTITUIÇÕES	PAÍS DE ORIGEM	ATIVOS NO EXTERIOR/ ATIVOS TOTAIS (%)	RECEITAS NO EXTERIOR/ RECEITAS TOTAIS (%)	STAFF NO EXTERIOR/ STAFF TOTAL (%)
1	94	Standard Chartered	Reino Unido	74,34	83,43	88,69
2	22	Credit Suisse Group	Suiça	74,21	49,6	32,36
3	10	Union B. of Switzerland	Suiça	71,00	n.d.	26,00
4	3	Crédit Agricole	França	70,30	61,00	59,00
5	28	Swiss Bank Corp.	Suiça	64,60	39,20	34,40
6	1	HSBC Holding	Reino Unido	62,80	63,80	55,80
7	5	Citicorp.	Estados Unidos	59,63	56,65	51,67
8	26	Comp. Financière Paribas	França	55,61	45,86	31,98
9	41	Crédit Lyonnais	França	52,50	41,00	35,00
10	153	Creditanstalt-Bankverein	Áustria	52,31	16,76	20,57
11	115	Erisle Bank	Áustria	50,98	n.d.	3,00
12	23	J.P. Morgan	Estados Unidos	50,92	59,22	n.d.
13	56	Bankers Trust	Estados Unidos	49,50	28,00	27,30
14	8	ABN-AMRO Bank	Holanda	49,39	52,81	50,83
15	141	Allied Irish Banks	Irlanda	48,83	49,44	50,37
16	20	National Westminster	Reino Unido	47,39	37,45	n.d.
17	27	Société Générale	França	46,82	50,70	22,59
18	38	National Australia Bank ^a	Austrália	46,70	40,20	51,9
19	6	Deutsche Bank	Alemanha	46,51	28,74	33,00
20	50	Canadian Imperial B. of C. ^b	Canadá	44,00	30,00	10,00
21	72	Bank of Montreal ^c	Canadá	44,00	58,00	22,00
22	68	Banca Commerciale Italiana	Itália	43,60	37,20	28,90
23	51	Banco Bilbao Vizcaya	Espanha	43,50	38,20	43,60
24	29	Dresdner Bank	Alemanha	43,00	33,04	14,90
25	73	ANZ Banking Group ^a	Austrália	42,00	46,00	41,00
26	21	Banque Nationale de Paris	França	37,40	24,10	25,80
27	58	Scotiabank ^a	Canadá	37,00	49,00	18,00
28	12	Sanwa Bank	Japão	35,00	41,00	11,50
29	112	Central Hispano	Espanha	33,91	11,76	n.d.
30	45	Banco Santander	Espanha	33,88	39,47	47,00
Para Memória						
34	62	Banco do Brasil	Brasil	32,2	n.d.	1,3

Fonte: *Banker* (1998, p. 40-42).

Notas:

(a) Posição em setembro de 1997.

(b) Posição em outubro de 1997.

(c) Posição em março de 1997.

Obs.: n.d. = informação não-disponível.

No contexto atual, mesmo as instituições que operam exclusivamente nos mercados domésticos precisam 'pensar' em termos globais quando se trata de captar ou de investir recursos. Todas as organizações bancárias, independente do tamanho e da forma organizacional, precisam estar prontas para responder a essas tendências, sob risco de desaparecerem. Mas isso não significa que todos os bancos devem tornar-se globais; isso depende de sua base de clientes e de seus conhecimentos e habilidades (*expertise*). Ademais, sempre é possível efetuar acordos operacionais que viabilizem

uma atuação global, mesmo sem possuir sua própria rede de distribuição em todo o mundo.

A globalização oferece aos bancos a oportunidade de diferenciar-se dos demais e de penetrar em vastos mercados. Os produtos, os conhecimentos, as habilidades e as infra-estruturas de que os bancos necessitam para tornarem-se globais variam naturalmente com suas estratégias, culturas e tamanho. Instituições altamente especializadas, como alguns tradicionais bancos de investimentos europeus (Lazard et Frères; Rothschild, por exemplo), atuam globalmente a partir de uma estrutura pequena e de poucos produtos (Fairlamb, 1995). Já os bancos que oferecem múltiplos serviços necessitam, em contraste, de ampla rede de agência e serviços, pois precisam estar presentes em diversos países nos quais seus clientes possuem negócios e atuar nos diferentes mercados para adquirir credibilidade e respeitabilidade.

Os bancos enfrentam grandes desafios para conquistar posições no mercado global. De um lado, esses desafios são maiores para os bancos de países onde vigora a separação entre atividade bancária comercial e de investimento. Para um banco comercial é muito mais difícil agregar múltiplos produtos e serviços financeiros – tais como *underwriting* e derivativos que envolvem complexa engenharia financeira – à sua atividade central, que é a concessão de crédito. Para um banco de investimento, ao contrário, é muito mais fácil oferecer produtos de crédito.¹⁷ De outro lado, os bancos universais da Europa continental enfrentam o desafio de colocar seus produtos no mesmo nível dos ofertados pelos seus ágeis competidores americanos e britânicos. Dificuldade que, aliás, estão superando, mediante a aquisição de bancos de investimento anglo-saxões, de modo a atingir mais rapidamente a sofisticação de seus rivais.

Nesse quadro geral descrito acima, insere-se o movimento de ingresso de importantes grupos financeiros internacionais que está ocorrendo em toda a América Latina nos últimos anos. Os países de língua espanhola foram os primeiros a ser alvo de investimentos diretos das instituições financeiras estrangeiras. A estabilização das economias locais, as perspectivas de retornos elevados e o predomínio de competidores locais relativamente mais fracos foram os atrativos que se aliaram à necessidade de diversificação fora de mercados domésticos já saturados. Na segunda metade dos anos 90, chegou a vez do Brasil, o mercado mais cobiçado da região, pois é fonte de receitas expressivas para os bancos estrangeiros aqui já instalados.

DETERMINANTES INTERNOS

As perspectivas de estabilização sustentada da economia brasileira a partir da introdução do Plano Real, em junho de 1994, aumentaram o interesse de um número crescente de instituições financeiras, tanto da área comercial como de investimento,

(17) É preciso salientar que a experiência brasileira mostra, entretanto, tendência inversa. Alguns bancos de investimento não têm obtido sucesso em suas incursões no segmento bancário comercial.

em atuar no país, por meio de associações com bancos nacionais e/ou da instalação de agências.

A abertura do mercado de capitais, o processo de privatização e as perspectivas de negócios na área de financiamento da infra-estrutura atraíram diversas instituições estrangeiras. Pois são amplas as possibilidades de negócios e de lucros, sobretudo no segmento bancário de investimento, com destaque para a administração de recursos de investidores institucionais estrangeiros, a estruturação de operações de privatização e *project finance*, lançamentos de ações e títulos brasileiros no país e no exterior e assessoria nos processos de reestruturação de empresas brasileiras.

O potencial de crescimento do varejo e a expectativa de generalização do uso de contas bancárias, dado que a relação entre o número de conta bancária e o tamanho da população ainda é baixa no Brasil, apresentam, igualmente, forte atratividade para os bancos estrangeiros. Enquanto no Brasil há cerca de uma agência bancária para cada 4,5 mil pessoas,¹⁸ na Itália essa relação é de uma agência para 2,9 mil pessoas; na Alemanha, uma para cada 2 mil pessoas; e, na Espanha, uma para 1,1 mil (*Economist*, 1998b, p. 61)

A estabilização econômica e o potencial de negócios vultosos definem condições ideais para o aumento da presença estrangeira no sistema financeiro nacional. Contudo, tal movimento não seria viabilizado se não ocorresse alteração decisiva no marco legal relativo ao tratamento conferido ao capital estrangeiro. Nesse sentido, a decisão presidencial de utilizar as prerrogativas previstas no artigo 52 das Disposições Constitucionais Transitórias é elemento explicativo essencial da internacionalização recente do sistema financeiro nacional.

O anúncio oficial de que o governo lançaria mão desse expediente sempre que necessário, tanto para permitir a participação estrangeira na capitalização de instituições financeiras privadas nacionais e/ou no processo de privatização dos bancos oficiais, como para promover a modernização do sistema financeiro nacional, contribuiu para exacerbar o anseio das instituições financeiras estrangeiras por ingressar no mercado financeiro brasileiro. Multiplicaram-se os contatos entre bancos nacionais e estrangeiros interessados em efetuar associações, adquirir participação acionária majoritária ou integral.¹⁹ Esse movimento tomou tal dimensão que o Banco Cen-

(18) Posição em dezembro de 1996, ano da última estatística disponível para a população economicamente ativa (PEA), considerada para o cálculo dessa relação. Esse número era para 2 883 pessoas, não incluídos os postos de serviços.

(19) A sequência de procedimentos no caso da aquisição de uma instituição financeira é a seguinte

- negociação com os acionistas;
- comunicado ao Banco Central;
- no caso da aprovação da compra pela diretoria do Banco Central, encaminhamento do pedido ao CMN;
- após aprovação no CMN, encaminhamento do pedido ao Ministério da Fazenda e à Presidência da República; e
- após a autorização tornar-se objeto de decreto presidencial, o processo retorna ao Banco Central para formalização.

tral precisou relembrar aos interessados que a entrada de capital externo no setor necessita de autorização prévia da presidência da República.²⁰

Como há inúmeras instituições procurando ingressar no país, o Banco Central passou a exigir, a partir de meados de 1996, o pagamento de um 'pedágio', a título de contribuição para a recuperação dos recursos públicos utilizados no saneamento do sistema financeiro.²¹ Embora não haja critérios claros e estritos, segundo informação obtida no Departamento de Organização do Sistema Financeiro, o valor do 'pedágio' tem sido definido com base no capital mínimo exigido para cada modalidade de instituição financeira. Assim, o valor a ser pago em contrapartida da autorização para instalação ou aquisição de corretoras e distribuidoras oscila em torno de R\$ 3 milhões, enquanto para banco de investimento situa-se em R\$ 5 milhões.²² Até fevereiro de 1998, o Banco Central já havia recebido cerca de R\$ 122 milhões (e aguardava recebimento de outros R\$ 44 milhões) em troca de 24 autorizações de entrada, aquisição e/ou ampliação de participação acionária em instituições financeiras domésticas (Medeiros, 1998).

Além da capacidade financeira e da solidez da instituição estrangeira, os pedidos são examinados levando em conta os 'interesses e as prioridades nacionais'. Ou seja, no momento atual, solucionar problemas de bancos em dificuldades, fortalecer o sistema financeiro nacional e reiterar a disposição do governo em dar continuidade à política de abertura externa do sistema financeiro.

MODALIDADES DE EXPANSÃO E PERFIL DOS RECÊM-CHEGADOS

Como pode ser observado no Quadro 2, entre outubro de 1995 e abril de 1998, 24 instituições financeiras estrangeiras foram autorizadas a instalar-se no país, seja mediante a aquisição do controle acionário de entidades nacionais, inclusive daquelas que já possuíssem participação estrangeira, seja mediante constituição de subsidiária e/ou sucursal bancária ou da implantação de empresa de arrendamento mercantil e/ou distribuidora de títulos e valores mobiliários. Desse total, quatorze são instituições bancárias comerciais ou múltiplas – das quais nove estão entre os cem maiores bancos do mundo por capital –, três são bancos de investimentos e as demais são instituições financeiras não-bancárias, vinculadas, em sua maioria, a importantes grupos industriais.

(20) No dia 10 de setembro de 1997, o Banco Central divulgou Comunicado nº 5.796, lembrando aos interessados que há exigência de consulta prévia para que instituições estrangeiras adquiram participação acionária em bancos nacionais. Esse comunicado foi uma resposta ao anúncio feito pelo AIG Consumer Finance Group, financeira vinculada a uma grande seguradora americana, de que teria adquirido o controle acionário do Banco Fênícia, antes mesmo que a operação obtivesse o aval do governo brasileiro (cf. Bartot e Carvalho, 1997).

(21) Não há informações disponíveis sobre a forma como são efetuados e contabilizados esses pagamentos.

(22) Não foi possível obter um valor de referência para o 'pedágio' cobrado em contrapartida de autorizações concedidas a instituições financeiras estrangeiras envolvendo banco com carteira comercial.

QUADRO 2

BRASIL

ENTRADA DE NOVAS INSTITUIÇÕES ESTRANGEIRAS NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL
(AGOSTO DE 1995 A ABRIL DE 1998)

DATA*	INSTITUIÇÃO	PROCEDÊNCIA	FORMA DE ENTRADA	'PEDAGIO' (em R\$ milhões)
abr/98	Banco de Bilbao Viscaya	Espanha	Proposta de aquisição do controle acionário do Banco Excel Econômico	a ser definido
fev/98	General Electric Capital Service	Estados Unidos	Aquisição de 100% do capital do Banco Mappin e 60% da Financeira Mappin.	11,2
fev/98	Grupo Toyota	Japão	Instalação de banco múltiplo, com carteiras de investimento, crédito, financiamento, e empresa de leasing	5,0
jan/98	Caixa Geral de Depósitos	Portugal	Aquisição de 79,3% do capital volante do Banco Banderranles	Nenhum
dez/97	Wachovia Corporation	Estados Unidos	Aquisição do Banco Português Atlântico do Brasil, banco múltiplo com carteira comercial e de investimento.	Nenhum
nov/97	Caterpillar Financial Services Corporation	Estados Unidos	Constituição de sociedade de arrendamento mercantil e de uma financeira	n.d.
nov/97	Robert Fleming Holdings	Reino Unido	Aquisição de 100% do capital do Banco Graphus e de sua subsidiária integral, Graphus Corretora	7,5
nov/97	Swiss Bank Corporation	Suíça	Aquisição do Banco Omega, banco múltiplo com carteira comercial e de investimento, e de sua corretora de câmbio.	7,5
nov/97	PSA Peugeot Citröen	França	Constituição de banco múltiplo, com carteira de investimento e financiamento; e de empresa de leasing	5,0
nov/97	NationsBank Corporation	Estados Unidos	Aquisição do controle societário do Banco Liberal S.A.	7,5
out/97	Mefon Bank Corporation	Estados Unidos	Aquisição de 80% do Banco Brascan.	7,5
out/97	Capital Market Latin America	Espanha	Constituição de uma distribuidora de títulos e valores mobiliários (DTVM) e de uma corretora de câmbio	1,6
out/97	Morgan Stanley	Estados Unidos	Autorização para constituir uma DTVM	3,0
set/97	AIG Consumer Finance Group	Estados Unidos	Aquisição de 51% do capital do Banco Fenicia	n.d.
ago/97	Hewlett-Packard Finance Company	Estados Unidos	Constituição de sociedade de arrendamento mercantil.	4,0
mar/97	Hongkong Shanghai Banking Corporation	Reino Unido	Aquisição do Banco Bamerindus	Nenhum
jan/97	Crédit Suisse First Boston	Suíça	Instalação de banco múltiplo com carteira comercial, de investimento e crédito imobiliário.	10,0
dez/96	Banque Nationale de Paris	França	Instalação de banco múltiplo.	7,1 ^a
set/96	Deutsche Südamerikanisch Bank (Dresdner Bank Group)	Alemanha	Instalação de banco múltiplo.	7,6 ^a
ago/96	Republic National Bank of New York	Estados Unidos	Instalação de banco múltiplo com carteira comercial, investimento, crédito imobiliário, financiamento e leasing	Nenhum
maio/96	Socimer	Suíça	Aquisição de 50% do capital do Milbanco.	Nenhum
jan/96	Korea Exchange Bank	Coreia	Instalação de filial.	Nenhum
out/95	Banco Comercial S.A.	Uruguai	Instalação de banco.	Nenhum
ago/95	Rabobank Nederland	Holanda	Instalação de banco comercial.	Nenhum

Fontes: Banco Central do Brasil (Dcof e Depad); *Gazeta Mercantil* (vários números).

Notas:

(a) Mês e ano da autorização concedida pelo CMN. Exceto para o Bilbao Viscaya, cuja data refere-se ao anúncio da oficialização da proposta de aquisição.

(b) Pagamento ao Banco Central a título de contribuição para a recuperação de recursos públicos.

(c) Assunção do passivo do Banco Comercial de São Paulo.

(d) Assunção do passivo do Banco Grande Rio.

Obs.: n.d. = informação não-disponível.

O banco holandês Rabobank Nederlands foi a primeira instituição estrangeira a beneficiar-se da política de abertura do sistema financeiro depois da edição da Exposição de Motivos nº 311, sendo autorizado a operar no Brasil por decreto presidencial de 8/8/1995. Esse é o segundo maior banco de crédito cooperativo do mundo e já se encontrava presente no Brasil, desde 1989, sob a forma de escritório de representação. Igualmente, em 1995, o Banco Comercial S.A., do Uruguai, foi autorizado a constituir instituição financeira no Brasil.

Em 1996, o presidente da República autorizou o ingresso de outras cinco instituições, dentre as quais o Republic National Bank, um dos maiores bancos de Nova Iorque e, na época, o 17º banco americano por volume de ativos. Ao contrário dos bancos europeus, como o Banque Nationale de Paris e o Dresdner Group, que assumiram passivos de bancos em regime de liquidação, a título de contribuição ao saneamento do sistema financeiro nacional, aquele banco americano não teve de pagar 'pedágio', pois comprou os direitos de um outro banco estrangeiro, o Banco Exterior de Espanha.

Em 1997, ano que concentra o maior número de autorizações de ingresso de instituições financeiras desde a edição da Exposição de Motivos nº 311, ocorreu a entrada de treze novas instituições estrangeiras, entre bancos comerciais, de investimento e financeiras. Desse total, sete são provenientes dos Estados Unidos, duas são britânicas, duas suíças, uma francesa e outra espanhola. A grande maioria dessas instituições teve acesso ao sistema financeiro brasileiro através da aquisição de participação acionária em instituições domésticas. Praticamente todas pagaram 'pedágio' ao Banco Central. As exceções foram o Wachovia Corporation, que comprou a subsidiária brasileira do Banco Português Atlântico e o Hongkong Shanghai Banking Corporation (HSBC), que adquiriu o Bamerindus com recursos do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer).²³

Presente em mais de 78 países e maior banco do mundo em termos de capital (ver Quadro 3), o HSBC tornou-se, pela aquisição dos ativos do Bamerindus, o maior banco estrangeiro do sistema financeiro brasileiro, tanto em volume de ativos como em extensão da rede bancária. Essa compra também merece destaque pela sua singularidade. Pela primeira vez no Brasil, a falência de uma grande instituição doméstica foi resolvida mediante sua venda a uma entidade estrangeira. Mesmo em âmbito mundial, não se tem registro de um episódio semelhante, não obstante o movimento crescente de fusões e aquisições bancárias, ocorrido tanto nos países centrais como nos países em desenvolvimento.

(23) O Proer foi instituído pela Medida Provisória nº 1.179, de 3/11/1995, como um mecanismo de financiamento da absorção de bancos em dificuldades por instituições saudáveis. Pelo Proer, os passivos e ativos recuperáveis das instituições insolventes são transferidos para outras instituições, enquanto os débitos irre recuperáveis são absorvidos pelo Banco Central, que também financia a absorção pelos bancos adquirentes da parcela recuperável da carteira da instituição insolvente. Desde sua criação até a venda do Bamerindus ao HSBC, o total de recursos liberados por esse programa atingiu R\$ 20,8 bilhões. Para maiores detalhes sobre esse programa, ver Freitas (1997a).

QUADRO 3 O GRUPO HSBC

A origem do grupo britânico HSBC remonta a 1865, quando banqueiros escoceses fundaram o Hongkong Bank na colônia britânica de Hong Kong. Em 1992, ao comprar o Midland Bank e instalar sua sede geral em Londres, adotando uma estrutura jurídica de *holding company*, o HSBC já havia-se tornado uma instituição global, com 105 mil empregados e operações em dezenas de países.

O grupo HSBC controla complexa federação de instituições, muitas delas operando com nomes diferentes, instaladas na Ásia, Reino Unido, Oriente Médio, América do Norte e América Latina. A rede internacional do HSBC compreende, atualmente, 5 mil entidades em 78 países.

Um dos bancos mais rentáveis do mundo, o HSBC deriva importantes lucros de economias de escala, pois concentra certas operações do conjunto do grupo naquelas unidades que possuem excelência no negócio. Assim, as operações de *dollar-cleaning* do grupo são efetuadas pelo Manne, do mesmo modo que a *expertise* do Midland em serviços bancários por telefone, cujo First Direct foi o pioneiro nesse mercado, é compartilhada com as demais instituições da *holding*.

Em 1997, além do Bamerindus, o HSBC adquiriu o negócio de *dollar-cleaning* do J. P. Morgan e a First Federal Saving and Loan Association, sediada em Nova Iorque. Igualmente, o grupo HSBC fechou um acordo de cooperação com o Winston Salem, a vigésima maior *holding company* americana para negociar globalmente serviços financeiros para as grandes empresas. Nesse mesmo ano, de acordo com a revista inglesa *Euromoney*, que efetua ampla pesquisa anual com os mais diversos participantes do mercado financeiro, foi eleito o melhor banco na avaliação dos clientes, destronando o Citibank que, durante anos, deteve essa qualificação.

Com uma cultura administrativa de estilo militar, o quadro funcional do HSBC é altamente disciplinado na implementação de procedimentos e rotinas padronizadas nas diferentes unidades geográficas. Isso viabilizou, segundo a *Euromoney*, a absorção com sucesso do Midland Bank na Inglaterra, a expansão das atividades do British Bank no Oriente Médio e a obtenção de 12% dos seus lucros operacionais no continente americano. Esse resultado deverá ser ainda maior nos próximos anos, dado que, só na América Latina, o grupo investiu cerca de US\$ 2 bilhões na aquisição de participação acionária em bancos domésticos.

Fontes: Fairlamb (1997), Irvine (1997) e *Euromoney* (1997)

Outro grande banco que ingressou no mercado bancário brasileiro em 1997 foi o americano Nations Bank. Esse banco, atuando no país desde 1996 através de um escritório de representação, adquiriu por US\$ 50 milhões o banco carioca Liberal, com o qual pretende ganhar flexibilidade para realizar operações no mercado de capitais doméstico. Embora, nos Estados Unidos, o Nations seja um agressivo banco comercial de varejo, seu escritório no Brasil concentrou-se nas atividades de investimento, tendo realizado algumas importantes transações associadas ao processo de privatização, em concorrência direta com bancos de investimentos tradicionais, como o Goldman Sachs.²⁴ Dentre essas, destacam-se o empréstimo-ponte de US\$ 335 milhões, refinanciado em seguida por um prazo de sete anos, para a AES, empresa americana do setor de energia que participou do consórcio vencedor da privatização da Light. Igualmente, liderou junto com o banco J. P. Morgan a operação de captação de US\$ 600 milhões efetuada pela Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) no mercado externo. Posteriormente, concedeu à CSN financiamento da ordem de

(24) Em abril de 1998, o Nations Bank uniu-se ao Bank of America, assumindo o nome deste e tomando-se o segundo maior grupo financeiro dos Estados Unidos.

US\$ 1,2 bilhão para compra da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD). Também atuou como consultor e financiador do consórcio vencedor do leilão de privatização da Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL), uma das empresas paulistas de energia elétrica (Fucs, 1998b; e Passos, 1998).

Nos quatro primeiros meses de 1998, quatro novas instituições financeiras foram autorizadas a ingressar no mercado brasileiro: três através da aquisição de controle acionário de banco privado nacional e uma mediante a instalação de um novo banco. Por tratar-se de aquisição de instituição em dificuldades financeiras, não foi cobrado 'pedágio' do português Caixa Geral de Depósitos, que adquiriu o Banco Bandeirantes. O mesmo não ocorreu com a GE Capital Service, braço financeiro do grupo industrial americano General Electric, a qual teve de pagar R\$ 11,2 milhões ao Banco Central para adquirir a integralidade do controle do Banco Mappin e 60% da financeira do mesmo grupo.

Pelo protocolo de compra do Excel-Econômico, o sétimo maior banco privado nacional, o Banco Bilbao Viscaya (BBV) conseguiu finalmente ingressar no mercado bancário brasileiro, após dois anos de tentativas frustradas de aquisições.²⁵ Pelos 55% do controle acionário do Excel, o banco basco vai pagar US\$ 450 milhões. Caso a transação seja concluída, pois depende de rigorosa verificação das contas da instituição brasileira, o BBV terá condições de fazer frente ao Santander, seu principal rival na Espanha e na América Latina. Nessa região, desde 1995, o BBV já investiu US\$ 2,5 bilhões, na aquisição de várias instituições em diversos países, conquistando mais de 1.330 agências e ativos de US\$ 40 bilhões. No México, adquiriu as redes de agências dos bancos Oriente e Cremi, as quais foram integradas no BBV Probusa; adquiriu participação de 40% no capital da instituição colombiana Banco Ganadero, 40% do Banco Provincial, o maior banco venezuelano, e 30% do capital do Banco Francés Rio de la Plata, o terceiro maior banco privado argentino (Warner, 1997).

Em maio de 1998, anunciou-se a aquisição de mais um banco doméstico por um grupo estrangeiro. Após meses de negociações com vários interessados e muitos desmentidos oficiais, a diretoria do Banco Garantia divulgou a aceitação da proposta de compra apresentada pelo Crédit Suisse First Boston (CSFB), banco de investimento do Grupo Crédit Suisse (Magalhães, Camba e Izaguirre, 1998). A operação recebeu apoio do Banco Central, que autorizou o prosseguimento das negociações. Todavia, para concretização da compra, o CSFB foi obrigado a desistir da autorização para constituição de um banco múltiplo, obtida em 1997 e ainda não efetivada. Como a legislação vigente não faz restrições à transferência de participações estrangeiras de uma instituição para outra, o governo brasileiro procurou evitar que o CSFB viesse a constituir um banco múltiplo apenas para vendê-lo posteriormente a outro banco estrangeiro. O banco suíço pôde utilizar os R\$ 10 milhões já pagos em troca dessa autorização para abater parte do 'pedágio' que será cobrado pela aquisição do Banco Garantia, principal banco de investimento brasileiro, a título de contribuição ao saneamento do sistema financeiro nacional.

(25) O Banco Central ainda vai analisar se cobrará ou não 'pedágio' do banco espanhol Bilbao Viscaya, que assumiu o controle acionário do Excel-Econômico.

Ao lado do ingresso de novas instituições, observa-se a expansão dos bancos estrangeiros já em atividade no sistema financeiro nacional (Quadro 4). Entre julho de 1995 e abril de 1998, registram-se dezenove operações envolvendo o aumento da presença estrangeira, sob várias formas: instalação de novas unidades de negócio, associações, aquisição e/ou ampliação da participação acionária em instituições domésticas.

QUADRO 4
BRASIL

AMPLIAÇÃO DA PRESENÇA DE BANCOS ESTRANGEIROS JÁ INSTALADOS NO PAÍS (JULHO DE 1995 A ABRIL DE 1998)

DATA*	INSTITUIÇÃO	ORIGEM DO CONTROLADOR	NATUREZA DA OPERAÇÃO	PEDAGIO* (em R\$ milhões)
abr./98	GE Capital Service	Estados Unidos	Aquisição de 100% da Financiadora Mesbla.	n.d.
mar./98	Banco Sudameris Brasil S.A.	França/Itália	Aquisição do controle do Banco América do Sul.	Nenhum
mar./98	Banco Barclays	Reino Unido	Associação com o banco argentino Galicia y Buenos Aires.	n.d.
nov./97	AGF Braseg	França	Ampliação da participação no capital de 50% para 100% do Banco AGF Braseg e da distribuidora de valores.	5,0
out./97	Banco Santander S.A.	Espanha	Aquisição de 100% do capital do Banco Noroeste e de suas quatro controladas.	25,0
out./97	Banco Barclays	Reino Unido	Ampliação da participação no capital do Banco BCN Barclays S.A. e da ITA DTVM S.A.	n.d.
out./97	Transbanco Banco de Investimento S.A.	Suécia	Ampliação da participação estrangeira no capital do banco de investimento e na DTVM.	n.d.
out./97	Banco Sudameris Brasil S.A.	França/Itália	Aumento de capital social.	5,0
out./97	Mercedes-Benz Leasing S.A.	Alemanha	Constituição de banco múltiplo.	5,0
set./97	Banco Inter-Atlântico	Portugal/França	Aquisição do controle acionário do Banco Boavista e de suas controladas.	Nenhum
ago./97	Banco Santander S.A.	Espanha	Aquisição de 51% do capital votante do Banco Geral do Comércio.	10,0
jun./97	Arab Banking Corporation	Arábia Saudita	Ampliação da participação no capital do Banco ABC Roma S.A. e da ABC Roma Corretora de Valores Mobiliários S.A.	5,0
maio/97	Banco de la Provincia de Buenos Aires	Argentina	Instalação de filial.	Nenhum
fev./97	Société Générale	França	Ampliação da participação no capital do Banco Sogeral S.A. e suas controladas, assumindo o controle integral.	5,0
fev./97	Lloyds Bank	Reino Unido	Aquisição do Banco Multiplic e de sua financeira Losango.	n.d.
jan./97	Deutsche Bank S.A.	Alemanha	Constituição de uma corretora de títulos e valores mobiliários.	n.d.
out./96	Banco Boston S.A.	Estados Unidos	Constituição de companhia hipotecária.	n.d.
maio/96	Grupo Citibank	Estados Unidos	Constituição de companhia hipotecária.	Nenhum
abr./96	Banco Mitsubishi S.A.	Japão	Ampliação da participação no capital do Banco Mitsubishi S.A.	Nenhum
jul./95	Bankers Trust	Estados Unidos	Constituição, em conjunto com o Banco Itaú, de um banco de investimento.	Nenhum

Fontes: Banco Central do Brasil (Dcof e Depad); *Gazeta Mercantil* (vários números).

Notas:

(a) Aprovação da operação.

(b) Pagamento ao Banco Central a título de contribuição para a recuperação de recursos públicos utilizados no saneamento do sistema financeiro.

(c) Data do memorando de entendimento, pois quando da conclusão da pesquisa, em maio de 1998, a operação ainda dependia da aprovação do CMN e do decreto presidencial, que foi publicado em junho de 1998.

Obs.: n.d. = informação não-disponível.

Dentre as transações realizadas por instituições estrangeiras já em atividade no sistema bancário brasileiro, destacam-se as duas aquisições efetuadas pelo espanhol Santander, cuja estratégia global visa, claramente, a reforçar sua presença nas principais economias latino-americanas e a ampliar sua participação no segmento bancário varejista dos países em que atua (ver Quadro 5). Mediante a compra do Banco Geral do Comércio e do Noroeste, essa instituição adquiriu a segunda maior rede bancária sob controle estrangeiro (365 unidades entre agências e postos) do país, ficando atrás apenas do HSBC Bamerindus (1.842 unidades) e 'empurrando' para o terceiro lugar o Banco Sudameris do Brasil.

Como nos casos das autorizações de ingresso de novas instituições no país, a ampliação da presença estrangeira também envolveu o pagamento de 'pedágio' ao Banco Central. As exceções podem ser explicadas, mais uma vez, pelas dificuldades financeiras dos bancos domésticos absorvidos pelos estrangeiros. Tais foram os casos da transferência, no mês de setembro de 1997, do controle acionário do Boavista para o Banco Inter-Atlântico – cujos principais acionistas são o banco português Espírito Santo, o Grupo Monteiro Aranha e o banco francês Crédit Agricole (cf. Borges e Luane, 1997) – e da aquisição do América do Sul pelo Banco Sudameris, em março de 1998.²⁶

QUADRO 5
BRASIL E AMÉRICA LATINA
A EXPANSÃO DO SANTANDER

Até dez anos atrás, o Santander ocupava o sexto lugar no *ranking* dos maiores bancos espanhóis classificados por tamanho dos ativos. A partir daí, criou o banco de investimento; listou suas ações na Bolsa de Nova Iorque; comprou o CC Bank, o Visa Card Services da Alemanha e o Banco de Comércio Indústria de Portugal; firmou parceria, através de troca de ações, com o Royal Bank of Scotland; comprou participação no First Fidelity Bankcorp; e adquiriu o Banesto em 1993, então o quarto maior banco da Espanha. Também apostou no crescimento da área de fundos de investimentos, tornando-se o mais ativo banco na área de crédito imobiliário e na gestão de planos de aposentadoria.

A estratégia de diversificação adotada pela instituição deu bons resultados. O Santander é atualmente o maior grupo financeiro da Espanha, com 11 milhões de clientes, mais de 5 mil agências em 32 países e 200 mil acionistas espalhados pelo mundo.

Na América Latina, onde investiu US\$ 3,4 bilhões, controla, atualmente, dez bancos comerciais e oito bancos de investimento. Dentre as aquisições efetuadas na região, destacam-se o Banco Rio de la Plata (Argentina), o Banco Osorno y Union (Chile), o Banco Central Hispano (Porto Rico), o Banco Mexicano (México), o Banco Comercial Antioqueño (Colômbia) e o Banco de Venezuela, este adquirido em leilão de privatização realizado pelo governo venezuelano.

No Brasil, onde atuava através de uma sucursal, o Santander investiu US\$ 220 milhões para comprar 51% do capital votante e 50% do capital total do Banco Geral do Comércio. A operação de compra do Banco Noroeste envolveu cerca de US\$ 500 milhões.

Fontes: Conger (1998) e Warner (1997).

(26) Com essa compra, o Sudameris recuperou a posição de segundo maior banco estrangeiro por rede de agência, perdida para o Santander em 1997.

A ampliação da presença estrangeira no sistema financeiro brasileiro tem ocorrido também através da instalação e/ou aquisição de instituições financeiras não-bancárias. Esse é o caso do Deutsche Bank, que obteve autorização para instalar uma corretora de valores, e também do Citibank e do BankBoston, que decidiram constituir companhias hipotecárias. Igualmente, o Lloyds Bank adquiriu, em busca de diversificação, a financeira Losango, a qual detém a maior carteira de crédito para pessoa física do Brasil, de US\$ 1,3 bilhão e 12 milhões de clientes. Presente no país há mais de 135 anos e concentrando suas atividades no segmento atacadista, esse grande banco inglês conquistou, assim, grande fatia do mercado de crédito direto ao consumidor, que é um mercado muito cobiçado (cf. Carvalho, 1997b).

Como pode ser observado na Tabela 7, em junho de 1995, os investimentos e reinvestimentos estrangeiros registrados no sistema financeiro brasileiro eram da ordem de US\$ 2,2 bilhões.²⁷ Desse total, US\$ 1,9 bilhão correspondia a investimentos efetuados por bancos; o restante, por outras instituições financeiras.

Em termos da procedência dos investimentos e reinvestimentos, nota-se que a maior parcela dos estoques, em junho de 1995, pertencia aos bancos americanos e japoneses, respectivamente, 21,3% e 20,9% do total (Tabela 8).

TABELA 7
BRASIL

INVESTIMENTO E REINVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO NO SISTEMA FINANCEIRO
DOMÉSTICO* (POSIÇÃO NO FINAL DO PERÍODO - JUNHO DE 1993 A JUNHO DE 1995)

INSTITUIÇÕES	Em US\$ milhões				
	JUNHO/93	DEZEMBRO/93	JUNHO/94	DEZEMBRO/94	JUNHO/95
Bancos Comerciais	1.550	1.581	1.887	1.859	1.958
Bancos de Investimentos	171	173	0	0	0
Outras Instituições	93	236	87	161	293
TOTAL	1.814	1.990	1.973	2.020	2.251
(%) do Investimento Direto sobre o Total	71,72	74,57	72,78	73,12	69,48

Fonte: Banco Central (1996, p. 350).

Nota:

- (a) Para conversão de outras moedas em dólar, foram utilizadas as taxas de câmbio prevalentes ao final de cada período, com base na paridade estabelecida pelo Banco Central do Brasil. As posições referem-se a dados de registros dos investimentos diretos estrangeiros, efetuados pelo Banco Central do Brasil, não cabendo, portanto, conciliação com os números apresentados no balanço de pagamentos, que especificam ingressos e saídas efetivamente ocorridos no exercício.

(27) A posição de junho de 1995 é a mais recente informação disponível nas estatísticas do Banco Central.

TABELA 8
BRASIL
INVESTIMENTO E REINVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO NO SISTEMA FINANCEIRO DOMÉSTICO
POR PAÍS DE ORIGEM DA HOLDING (POSIÇÃO EM 30/6/1995)

PAÍSES	BANCOS	OUTRAS INSTITUIÇÕES	TOTAL	Em US\$ milhões
				PARTICIPAÇÃO % TOTAL
Alemanha	198	80	278	12,35
Argentina	17	0	17	0,75
Canadá	1	160	161	7,15
Espanha	60	0	60	2,67
Estados Unidos	459	21	480	21,32
França	258	0	258	11,46
Holanda	35	0	35	1,55
Japão	467	3	470	20,88
Reino Unido	210	9	219	9,73
Suécia	2	0	2	0,00
Suíça	8	1	9	0,40
Total Geral	1.958	293	2.251	100,00

Fonte: Banco Central (1996, p. 121-135).

O Banco Central, em sua Carta-circular nº 2.345/93, classifica os bancos de origem estrangeira que atuam no Brasil em três categorias, segundo o controle do capital. São definidas como bancos estrangeiros as dependências ou filiais de bancos sediados no exterior. Essas instituições só podem atuar no país sob a forma de banco comercial, pois a organização bancária múltipla é privativa dos bancos constituídos sob a legislação brasileira.

Os bancos privados nacionais com controle estrangeiro são aqueles cuja maioria do capital votante pertence, direta ou indiretamente, a instituições bancárias sediadas no exterior.

Como bancos privados nacionais com participação estrangeira incluem-se aqueles em que de 10% a 50% do capital votante pertence, de modo direto ou indireto, a bancos sediados no exterior.

Na Tabela 9 é apresentada uma relação das instituições estrangeiras em atividade no Brasil no início de 1998. Além da classificação por propriedade do capital, essa tabela contém informações sobre a modalidade operacional e o número de dependências dessas instituições.

Nota-se que a totalidade das instituições bancárias com controle estrangeiro está organizada como banco múltiplo, bem como a grande maioria dos bancos com participação estrangeira.

TABELA 9

BRASIL

BANCOS ESTRANGEIROS^a: PROPRIEDADE DO CAPITAL, TIPO E NÚMERO DE DEPENDÊNCIAS
(POSIÇÃO EM 17/3/1998)

RELAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES	TIPO	AGÊNCIAS	PABSP	TOTAL
Estrangeiros				
Comercial Paraguayo	Comercial	1		1
Naton Argentina	Comercial	2		2
Provincia de Buenos Aires	Comercial	2		2
Republica Oriental do Uruguay	Comercial	2		2
Beal	Comercial	3	1	4
Exterior de España	Comercial	1		1
Financial Português	Comercial	3	2	5
Francés Uruguay S.A.	Comercial	1		1
Santander de Negócios	Comercial	1		1
Union	Comercial	1		1
BankBoston N.A.	Comercial	12	11	23
Centro Hispano	Comercial	1		1
Citibank N.A.	Comercial	21	3	24
Dresdner Latinamerika AG	Comercial	3		3
Internationale Nederlanden Girozentrale - ING N.V.	Comercial	1		1
Lloyds Bank PLC	Comercial	11	2	13
Morgan Guaranty Trust	Comercial	2		2
Privados com Controle Estrangeiro				
ABC Brasil S.A.	Múltiplo	4		4
ABN-AMRO Bank S.A.	Múltiplo	29	3	32
AGF Braseg	Múltiplo	1		1
American Express S.A.	Múltiplo	1		1
Banque Nationale de Paris Brasil	Múltiplo	1		1
BNL do Brasil S.A.	Múltiplo	4		4
Brascan S.A. (Mellon Bank)	Múltiplo	2		2
CCF Brasil S.A.	Múltiplo	5	2	7
Chase Manhattan S.A.	Múltiplo	3	1	4
Citibank S.A.	Múltiplo	47	8	55
Comercial Uruguai S.A.	Múltiplo	1		1
Tokyo-Mitsubishi Brasil S.A.	Múltiplo	6	2	8
Fiat S.A.	Múltiplo	17	1	18
Banco Ford	Múltiplo	3	2	5
General Motors S.A.	Múltiplo	7		7
Graphus S.A. (Robert Flemming)	Múltiplo	2		2
HSBC Bamerindus	Múltiplo	1.112	730	1.842
J. P. Morgan	Múltiplo	2		2
Banco Liberal (NationsBank)	Múltiplo	2		2
Lloyds S.A.	Múltiplo	11		11
Mappin S.A. (GE Capital)	Múltiplo	1		1

Notas:

- (a) Essa relação incorpora as inúmeras aquisições e/ou ampliação de participação acionária estrangeira nos bancos privados por bancos estrangeiros ocorridas em 1997 e nos primeiros meses de 1998, não incluídas na fonte de dados original (Febraban).

- (b) Postos de atendimento bancário.

(continua)

TABELA 9 (continuação)

BRASIL
BANCOS ESTRANGEIROS*: PROPRIEDADE DO CAPITAL, TIPO E NÚMERO DE DEPENDÊNCIAS
 (POSIÇÃO EM 17/3/1998)

RELAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES	TIPO	AGÊNCIAS	PABS ^b	TOTAL
Privados com Controle Estrangeiro				
Meml Lynch S.A.	Múltiplo	1		1
Noroeste S.A. (Santander)	Múltiplo	98	185	283
Omega S.A. (Suiss Bank Corp.)	Múltiplo	4		4
Rabobank do Brasil S.A.	Comercial	1		1
Republic Nat. B. of N.Y. S.A.	Múltiplo	1		1
Wachovia S.A.	Múltiplo	3		3
BankBoston Banco Múltiplo S.A.	Múltiplo	36	11	47
Deutsche Bank S.A.	Múltiplo	3		3
Dresdner Bank Brasil S.A.	Múltiplo	2		2
Multi Banco	Múltiplo	1		1
Privados Nacionais com Participação Estrangeira				
Agroinvest	Múltiplo	1		1
América do Sul	Múltiplo	139	50	189
Banco Barclays e Galicia	Múltiplo	1		1
BBA Creditanstalt	Múltiplo	5		5
Boavista Inter-Atlântico S.A.	Múltiplo	67	13	80
Bozano Simonsen	Múltiplo	4	1	5
Brasileiro Iraquiano	Comercial	1		1
Credibanco	Múltiplo	2		2
Euroinvest S.A. – Eurobanco	Múltiplo	1		1
Exprinter Losan	Múltiplo	1	1	2
Fenícia	Múltiplo	3		3
Fininvest	Múltiplo	2		2
Inter-American Express	Múltiplo	3		3
Inter-Atlântico S.A.	Múltiplo	2		2
Meridional do Brasil	Múltiplo	222	74	296
Multiplic	Múltiplo	2		2
Planibanc	Comercial	1		1
Sterling S.A.	Múltiplo	1		1
Sul America	Múltiplo	2		2
Continental Banco	Múltiplo	1		1

Fonte dos Dados Brutos: Banco Central/Sistema de Informações do Banco Central (Sisbacen) (apud Febraban, 1998a).

Notas:

- (a) Essa relação incorpora as inúmeras aquisições e/ou ampliação de participação acionária estrangeira nos bancos privados por bancos estrangeiros ocorridas em 1997 e nos primeiros meses de 1998, não incluídas na fonte de dados original (Febraban).
- (b) Postos de atendimento bancário.

Considerando as três categorias em seu conjunto, não houve aumento sensível no número de instituições estrangeiras presentes no mercado brasileiro entre março de 1995 e março de 1998, que de 68 passou a 72 no período, como pode ser observado na Tabela 10. Contudo, no período em foco, enquanto se reduziu o número de instituições com participação estrangeira, o número de bancos nacionais com controle estrangeiro aumentou significativamente.

TABELA 10
BRASIL
EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE BANCOS ESTRANGEIROS POR TIPO E NÚMERO DE
DEPENDÊNCIAS (POSIÇÃO EM 29/3/1995 E 17/3/1998)

PROPRIEDADE DO CAPITAL	1995		1998 ^a	
	Número de Instituições	Total de Dependências ^b	Número de Instituições	Total de Dependências ^b
Bancos Estrangeiros	18	157	17	86
Bancos Privados com Controle Estrangeiro	20	410	36	2.675
Bancos Privados com Participação Estrangeira	30	306	19	600
Total Estrangeiros (A)	68	853	72	3.361
Total Sistema Bancário Nacional (B)	244	32.237	210	31.550
Partic. (A)/(B) %	27,9	2,6	34,3	10,6

Fonte dos Dados Brutos: Banco Central/Sisbacen (*apud* Febraban, 1998a).

Notas:

- (a) Esses dados incorporam as inúmeras aquisições e/ou ampliação de participação acionária estrangeira nos bancos privados por bancos estrangeiros ocorridas em 1997 e no início de 1998, não incluídas na relação original obtida na Febraban.
- (b) Agências e postos de atendimento bancário.

De igual modo, em seu conjunto, a participação estrangeira em termos do número de dependências saltou de 2,6% em março de 1995 para 10,6% em março de 1998, em virtude da aquisição do Bamerindus pelo HSBC e do Noroeste pelo Santander. Considerando a aquisição do Excel-Econômico (222 agências e 44 postos de atendimento bancários) pelo BBV, transação não incluída na referida tabela, essa participação eleva-se a 11,5%.

Ressalte-se, porém, que as informações apresentadas na Tabela 10 servem apenas de amostra do movimento recente de internacionalização do sistema bancário brasileiro, o qual vem ocorrendo, sobretudo, pela aquisição e/ou ampliação da participação acionária estrangeira em bancos nacionais. Além de existir certo descompasso entre as alterações ocorridas e sua incorporação nas estatísticas, a obtenção de autorização de ingresso não se traduz imediatamente na instalação de novas instituições.

Desse movimento recente de internacionalização bancária, participaram também importantes bancos comerciais e de investimentos americanos, japoneses e ingleses, como o Goldman Sachs, Lehman Brothers, Bear Stearns, Nomura Securities, o Morgan Grenfell, dentre outros. Ingressando no mercado brasileiro após a estabilização, como escritórios de representação, essas instituições foram atraídas pelas perspectivas de negócios associadas aos processos de privatização e de reestruturação industrial que o país oferece, com ganhos estimados em US\$ 1 bilhão por ano (Fucs, 1994a e 1994b).

Atualmente, estão presentes no país, como escritórios de representação – modelo que não exige autorização prévia do Banco Central –, 177 instituições, originárias de 37 países (contra 187 instituições de 29 países em 1981). Como pode ser verificado na Tabela 11, a grande maioria é proveniente dos países centrais, sobretudo Estados Unidos, Japão, Reino Unido, França e Suíça.

TABELA 11
BRASIL
NÚMERO DE BANCOS ESTRANGEIROS COM REPRESENTAÇÃO
NO PAÍS (1981/1997)^a

PAÍSES	NÚMERO DE INSTITUIÇÕES	
	1981	1997
Alemanha	17	9
Argentina	4	7
Canadá	5	4
Espanha	9	6
Estados Unidos	43	33
França	18	13
Países Baixos ^b	10	10
Itália	5	3
Japão	15	18
México	2	2
Portugal	1	6
Reino Unido	22	16
Suíça	10	10
Uruguai	1	5
Outros ^c	25	35
Total	187	177

Fontes: Baer (1983, p. 36) e Banco Central (1997).

Notas:

(a) Posição em 17/9/1997.

(b) Bélgica, Holanda e Luxemburgo.

(c) Em 1981, treze países; em 1997, dezenove países.

A abertura de um escritório de representação é a forma preferencial de instalação no exterior das instituições que querem testar o mercado ou beneficiar-se de negócios rentáveis, mas conjunturais. Como isso não exige investimento direto de capital e não envolve custos operacionais expressivos, suas atividades podem ser rapidamente encerradas sem perdas significativas, se os ganhos esperados não se concretizarem. Ao mesmo tempo, se o potencial de negócios superar as expectativas, a modalidade de escritório de representação pode ser insuficiente, exigindo a instalação efetiva no país, mediante a implantação de sucursal e/ou subsidiária, ou a aquisição de instituições locais. Esse foi, por exemplo, o caso do NationsBank que, um ano e meio após seu ingresso sob a forma de representação, decidiu consolidar sua presença no Brasil, adquirindo o controle acionário do Banco Liberal.

PRÓS E CONTRAS DA MAIOR PRESENÇA ESTRANGEIRA NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

ARGUMENTOS FAVORÁVEIS

Na proposta apresentada pelo ministro da Fazenda ao presidente da República para autorizar a participação ou o aumento do percentual de participação de estrangeiros no capital das instituições financeiras nacionais (Exposição de Motivos n^o

311/M.F., de 24/8/1995), vários argumentos foram arrolados para ressaltar a importância e a necessidade do aporte de capitais externos para o desenvolvimento do sistema financeiro nacional:

- escassez de capitais nacionais para dar continuidade ao necessário processo de atualização tecnológica, que assegura melhor remuneração ao poupador e menor custo ao tomador de crédito, mediante a redução da margem de intermediação;
- elevados índices de qualidade dos serviços bancários prestados pelas instituições estrangeiras já presentes no Brasil;
- introdução de novas tecnologias de gerenciamento de recursos e inovações de produtos e serviços que resultarão em ganhos econômicos e, por consequência, maior eficiência alocativa da economia brasileira;
- eficiência operacional e capacidade financeira superiores dos capitais externos promoverão maior concorrência dentro do sistema financeiro nacional, com reflexos substancialmente positivos nos preços dos serviços e no custo dos recursos oferecidos à sociedade brasileira.²⁸

De igual modo, nas entrevistas realizadas com executivos de importantes bancos nacionais e estrangeiros em atividade no mercado brasileiro,²⁹ a ampliação da presença estrangeira no Brasil foi considerada positiva, no que se refere tanto à melhoria na qualidade dos serviços e ao aporte de novas tecnologias, como à redução dos *spreads* e à maior eficiência operacional. Dentre os vários pontos favoráveis destacados, apareceram, com maior frequência, as seguintes contribuições potenciais dos bancos estrangeiros:

- impacto sobre a estrutura de capital dos bancos nacionais, os quais, à exceção do Bradesco e do Itaú, apresentam baixo nível de capitalização;
- aumento da eficiência a partir do aporte de tecnologias, de melhor estrutura operacional e de recursos humanos;
- aporte de tecnologia de crédito e de controle de risco, pois os bancos nacionais não estão aparelhados para conceder créditos de longo prazo, devido à falta de experiência nessa área. Já os bancos estrangeiros adotam controles internos como objetivo de limitar as perdas, utilizando *stress tests* que consideram a volatilidade histórica e mecanismos de interrupção dos prejuízos (*stop loss*). O fortalecimento dos controles de risco é positivo para o investidor e para o sistema como um todo;
- aprimoramento da atividade de administração de recursos. A estratégia especulativa era dominante no mercado brasileiro e não havia tradição na realização de projeções de longo prazo para a formação das carteiras;

(28) Esses argumentos em defesa da abertura do sistema financeiro brasileiro também constam de documentos produzidos por funcionários do alto escalão do Executivo. Ver, por exemplo, Barros e Almeida Jr. (1996 e 1997), e Barros, Loyola e Bogdanski (1998).

(29) A relação dos entrevistados é apresentada na *Metodologia utilizada na pesquisa*, no início deste livro. Os trechos entre aspas que aparecem no decorrer do texto foram extraídos das entrevistas Optou-sc, devido ao compromisso de preservação do sigilo, por não identificar o entrevistado

- competição mais sofisticada, devido ao *know-how* trazido para o país, aos procedimentos mais transparentes e aos padrões éticos e de *compliance* (respeito e aderência às normas e regras em vigor); e
- benefícios significativos para o consumidor: produtos mais sofisticados e mais baratos.

O fortalecimento das relações internacionais e o incentivo aos investimentos estrangeiros diretos de seus clientes externos também foram apontados como importantes contribuições dos bancos estrangeiros ao país.

De acordo com alguns entrevistados, a entrada de instituições estrangeiras já começou a produzir efeitos positivos sobre o sistema financeiro nacional “ao aumentar o respeito e a aderência às normas e às regras em vigor e a profissionalização do mercado de capitais”. Essa última vem-se traduzindo na separação da área de administração de recursos de terceiros (*asset management*) das demais atividades dos bancos, na maior abertura de informações das empresas aos acionistas, no desenvolvimento da área de pesquisa setorial e, assim, num maior conhecimento dos setores e empresas. Os bancos brasileiros têm também enviado funcionários para Nova Iorque, a fim de adquirir experiência na realização de projeções de longo prazo para a formação e administração das carteiras.

Em relação à área de pesquisa, inicialmente, os estudos sobre o Brasil eram realizados por analistas estrangeiros, mas atualmente a maioria dos analistas são brasileiros. “Essa mudança resultou numa melhor qualidade das pesquisas, pois estes [os brasileiros] aliam a utilização das mais sofisticadas técnicas de análise existentes no exterior ao maior conhecimento do país”. O aprimoramento da qualidade das pesquisas é visto como fundamental, pois “possibilita ao investidor institucional mais sofisticado conhecer melhor os fundamentos das empresas brasileiras e, assim, distinguir o *risco Brasil* do *risco América Latina*”.

Embora reconheçam que os bancos brasileiros têm grande competência operacional no processo de transferência de recursos, devido à convivência prolongada com altas taxas de inflação, os entrevistados foram unânimes em apontar o atraso das instituições nacionais nas áreas de relacionamento com clientes e de *back-office* (processo operacional), na qual predominariam arcaicos procedimentos manuais de elevados custos. Essa área já começou a ser redesenhada, com resposta defensiva à concentração do sistema e à entrada de novos concorrentes. Também de acordo com os entrevistados, os bancos domésticos estariam em desvantagem no que se refere às técnicas de gerenciamento, controle de risco e ‘precificação’, dado que os bancos estrangeiros seguem padrões internacionais, reconhecidamente superiores.

Os entrevistados consideram que os clientes brasileiros já estão sendo beneficiados com o ingresso de bancos estrangeiros, tanto no que diz respeito ao acesso ao mercado internacional de capitais, quanto em relação às operações de fusões e aquisições (assessoramento estratégico). Nessas áreas, “os bancos estrangeiros têm vantagens competitivas indiscutíveis associadas aos conhecimentos e às informações acumulados, além de possuírem uma visão global dos mercados e setores”.

Contudo, a importância de vários desses argumentos favoráveis à ampliação da presença externa foi minimizada mesmo por alguns dos entrevistados que vêm

como positivo tal processo. Por exemplo, destacou-se que a redução dos *spreads* não depende do aumento da pressão concorrencial associada ao ingresso dos bancos estrangeiros, pois estes estão (e estarão) sujeitos às mesmas condições macroeconômicas que as instituições locais. A queda dos *spreads* cobrados nas operações em reais no mercado doméstico resultará da diminuição do risco da atividade bancária, o qual, por sua vez, depende da retração da taxa de juros básica da economia e dos níveis de inadimplência. No futuro, menores margens bancárias poderão também resultar da pressão dos clientes que, no Brasil, ainda se preocupam muito mais com o valor da prestação do que com a taxa de juros.

Na opinião dos entrevistados, em um contexto de queda da taxa de juros e dos níveis de inadimplência, a redução de *spreads* poderá ocorrer, basicamente, de duas formas. A saturação do mercado bancário pode desencadear uma concorrência predatória, em que as margens são reduzidas artificialmente para conquista de posições. Essa forma é vista como negativa, pois promove o aumento da fragilidade do sistema bancário como um todo. A outra forma seria a redução gradual, no médio e longo prazo, associada a economias de escala, que possibilitam a diminuição dos custos unitários. “Os bancos estrangeiros podem liderar e estimular esse movimento, pois utilizam mecanismos de processamento centralizado, que reduzem os custos. Assim, no longo prazo, espera-se um estreitamento das margens, devido a ganhos de eficiência e pressão concorrencial. Porém, essas margens jamais serão pequenas”.

De igual modo, há quem acredite que dificilmente os bancos estrangeiros aportarão tecnologias mais sofisticadas que as já utilizadas no mercado bancário brasileiro. Contudo, é consensual que os bancos estrangeiros presentes no país possuem tecnologias e processos mais eficientes e sofisticados que os bancos brasileiros. “Além da falta de capital para adquirir tecnologia de ponta, os bancos brasileiros levam desvantagens em relação aos estrangeiros que concentram seus centros de processamento no exterior, onde operam com custos mais baixos”.

O alongamento dos prazos a partir do repasse de recursos externos foi igualmente considerado pouco provável, pois, em geral, as captações externas dos bancos são operações de tesouraria, de arbitragem. Na opinião dos entrevistados, a questão do financiamento de longo prazo terá de ser resolvida internamente com recursos domésticos, “a partir da reforma previdenciária, que estimule o desenvolvimento dos fundos de pensão. Além da constituição de *funding* de longo prazo, que ainda não existe no Brasil, o alongamento dos prazos depende da consolidação da estabilidade e da redução do patamar de juros”.

Alguns entrevistados também demonstraram ceticismo em relação à possibilidade de transposição para o Brasil dos modelos de controle de risco e de *score spread*,³¹ adotados pelos bancos estrangeiros em seus países de origem. Houve quem minimizasse a eficiência dos modelos de avaliação e controle de risco, tipo VAR (*value at risk*), baseados nas variâncias passadas das taxas de câmbio e de juros.

(30) Modelo de definição dos *spreads*, com base na avaliação do risco do cliente.

A contribuição dos bancos estrangeiros precisa efetivamente ser avaliada de uma perspectiva crítica. A grande maioria dos argumentos utilizados, tanto pelos representantes do governo como pelos executivos dos bancos, é parcial. Ambos os grupos tendem a exagerar na ênfase dos aspectos positivos da maior presença estrangeira no sistema financeiro brasileiro. Há, todavia, um argumento que se destaca pela sua consistência. De fato, a entrada e a ampliação da participação do capital estrangeiro aumentam a solidez patrimonial do sistema bancário brasileiro. Instituições mais fortes têm maior capacidade de absorção dos choques macroeconômicos, reduzindo, assim, a possibilidade de crise sistêmica.

Porém, não é possível desconsiderar a possibilidade de migração de recursos para os bancos estrangeiros, em decorrência de uma 'fuga para a segurança' por parte do público, caso se verifique a ameaça de insolvência de algum banco privado nacional. Tal evento teria, sem dúvida, efeitos perversos para a gestão macroeconômica.

Num quadro de predomínio de instituições financeiras estrangeiras, a autoridade monetária enfrentaria igualmente maior dificuldade em manejar as condições de liquidez do sistema, se uma situação semelhante à de 1995 se reproduzisse. Nessa ocasião, quando prevalecia um clima de intensa intranquilidade nos mercados financeiros e na economia em geral, em virtude do colapso do Banco Econômico, a preferência por liquidez dos bancos inviabilizou os esforços do Banco Central com vistas a reativar o mercado interbancário e acabou gerando o que a imprensa especializada denominou de 'empçoamento da liquidez'. Os bancos demonstravam preferir manter recursos ociosos a incorrer no risco de ceder recursos a instituições, que poderiam revelar-se pouco sólidas ou serem vistas como frágeis (Freitas, 1997a). Sem o concurso das instituições públicas federais (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal), as quais desempenharam papel de emprestadores de última instância para os bancos em dificuldade, sobretudo para o Banco Nacional e o Bamerindus, a fragilidade financeira do sistema bancário poderia ter-se agravado, desdobrando-se em uma crise bancária generalizada.

É preciso ainda não superestimar a capacidade dos bancos, sejam estrangeiros sejam nacionais, em monitorar o risco assumido em suas atividades. A iniciativa de alguns dos grandes bancos internacionais em desenvolver sofisticados sistemas de avaliação dos riscos de crédito e de transação foi aprovada pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS).³¹ Em seus esforços para aprimorar o controle prudencial do sistema bancário em âmbito mundial, esse organismo passou a defender que autoridades domésticas de supervisão apoiem a adoção de procedimentos

(31) Um desses sistemas é o *CreditMetrics*, desenvolvido pelo J. P. Morgan, em co-patrocínio com o Bank of America, Deutsche Morgan Grenfell, Swiss Bank Corporation, Union Bank of Switzerland, dentre outros (Blanden, 1997). Ressalta-se, contudo, que um sistema tão sofisticado não foi capaz de evitar que o J. P. Morgan sofresse pesadas perdas na Ásia no último trimestre de 1997, as quais se traduziram em lucros 32% menores em relação aos lucros do ano anterior. Em consequência da grande exposição ao risco nos países asiáticos, a instituição ficou ameaçada de perder sua posição como o único banco americano triplo A, na classificação das duas principais agências de *rating* (*Economist*, 1998c).

semelhantes nos sistemas bancários nacionais.³² Todavia, reconhece que esses sistemas são limitados.

Na atividade bancária, em qualquer lugar do mundo, há um risco "que ultrapassa os limites das ações particulares dos bancos e da autoridade supervisora. Trata-se do 'risco de negócio', proveniente de decisões empresariais que os bancos e as demais instituições financeiras podem influenciar, mas não são capazes de controlar inteiramente" (Almeida e Freitas, 1998). Ademais, esse risco pode não ter nenhuma relação com a maior ou menor prudência com que os bancos formam seus port-fólios e as autoridades efetuam seus trabalhos de controle e supervisão do sistema bancário. Sem desqualificar os esforços de monitoramento e avaliação, é preciso reconhecer a capacidade limitada seja dos próprios bancos, seja da regulação e supervisão financeira, em controlar a qualidade dos créditos detidos pelo sistema bancário em face desse tipo de risco e do caráter incredivelmente instável da atividade financeira.

Além disso, a própria dinâmica concorrencial na atividade bancária tende a promover uma subestimação dos riscos. As pressões competitivas e a preocupação com o lucro conduzem os bancos a emprestar excessivamente na fase de expansão da economia, sem nenhuma preocupação com a assunção excessiva de riscos.³³ E nesse movimento de busca incessante de valorização, como salienta Goodhart (1989, p. 47), um banco que adote um comportamento mais prudente *vis-à-vis* seus rivais arrisca-se seriamente perder fatias do mercado. Modificações nas condições macroeconômicas podem levar os bancos a racionar o crédito. Eles procuram reduzir suas exposições aos riscos de maneira tão abrupta que ameaçam sua própria solidez, sem se dar conta, dado que tal atitude pode conduzir à falência de seus devedores. Tal comportamento míope dos bancos, destacado por Keynes (1931) em um dos seus artigos sobre a crise de 1929, repetiu-se várias vezes nas últimas décadas, como comprovam os episódios da crise da dívida dos países em desenvolvimento no início dos anos 80 e o financiamento das transações imobiliárias nos países centrais (Estados Unidos, Japão, Reino Unido e, em menor grau, França) no final dos anos 80 (Freitas, 1997b). Mais recentemente, a não-renovação das linhas de crédito bancário desempenhou papel central na propagação da crise dos países asiáticos, que teve início na Tailândia no mês de julho de

(32) Esse é o oitavo de um conjunto de 25 princípios divulgados pelo Comitê de Supervisão Bancária do BIS em abril de 1997, com o propósito de assegurar efetiva supervisão bancária. Consultar *Basle Committee...* (1997).

(33) Vale lembrar que o crédito bancário financia não apenas as atividades econômicas produtivas, como também as ações eminentemente especulativas de todo tipo, tanto nos mercados de ativos financeiros como nos mercados dos chamados ativos reais (estoque de mercadorias, matérias-primas, terrenos e propriedade etc.). No contexto atual de finanças liberalizadas, o envolvimento dos bancos com os sucessivos movimentos especulativos do tipo inflação de ativos (*asset price inflation*) nos mercados acionários, imobiliários e de derivativos tem estado na origem da eclosão de graves crises financeiras em vários países desenvolvidos e em desenvolvimento, independentemente das fases do ciclo econômico (Aglietta, 1995).

1997, e rapidamente se espalhou, por efeito de contágio e de regionalização dos riscos, para os demais países da região.³⁴

Ademais, a história financeira recente está repleta de casos de perdas vultosas sofridas por instituições bancárias dos países centrais, fruto de assunção excessiva de risco. Algumas dessas experiências desastrosas foram ocasionadas por ações individuais de membros dos *staffs*, revelando falhas nos sistemas internos de controle dessas instituições. A título de exemplo, registra-se a falência do tradicional banco de investimento inglês Barings, resultado de transações com derivativos efetuadas por um funcionário da subsidiária de Cingapura. Também o alemão Deutsche Bank e o inglês NatWest sofreram pesados prejuízos em consequência de operações de alto risco realizadas por *traders* sem o conhecimento prévio das instâncias superiores (Blanden, 1997).

Todos esses episódios e, em particular, a grande exposição dos bancos dos países centrais na Ásia³⁵ impõem uma reflexão crítica a propósito da reputada excelência dos sistemas de avaliação e controle de risco dos bancos estrangeiros. Igualmente, a crise asiática revelou o quanto são falhos os sistemas das agências de *rating* de crédito, tais como Moody's Investidor Service e Standard & Poor's, que norteiam as decisões da maioria dos investidores internacionais. Às vésperas da eclosão da crise, essas agências avaliaram como de 'excelente risco' papéis coreanos e tailandeses, os quais foram, posteriormente, rebaixados para a classificação de altíssimo risco (Irvine, 1998).³⁶

Igualmente, como admitem vários defensores da abertura do sistema financeiro às instituições estrangeiras, não existe nenhuma garantia prévia de que a entrada de

(34) Ultrapassa os propósitos deste artigo analisar a crise econômica e financeira asiática. Para uma síntese e cronologia dos principais acontecimentos, ver Warner (1998a).

(35) O estoque de empréstimo em moeda estrangeira concedido pelos bancos internacionais sobretudo a bancos e empresas privadas da Coreia do Sul, Indonésia, Malásia e Tailândia era da ordem de US\$ 334 bilhões, em meados de 1997 (Warner, 1998b, p. 26). Ante esse expressivo comprometimento dos bancos internacionais com o financiamento desses países, a renovação das linhas de crédito tomava-se imperativa, sem o que os sistemas bancários domésticos da região iriam soçobrar, com efeitos devastadores sobre o sistema financeiro mundial. Em particular, no caso da Coreia do Sul, no final de dezembro de 1997, o Federal Reserve de Nova Iorque convocou uma reunião com os seis maiores bancos americanos para persuadi-los de que seria dos seus próprios interesses manter as linhas de crédito para os bancos coreanos, responsáveis por 65% do endividamento externo do país, dado o potencial de crise sistêmica. Igualmente, argumentou-se que essa seria a forma de essas instituições assumirem suas responsabilidades pela concessão imprudente de crédito excessivo (de curto prazo, em larga maioria). Iniciativas semelhantes ocorreram no Reino Unido e na Alemanha, onde representantes do governo e do banco central encontraram-se com os bancos para acertar um adiamento imediato dos débitos coreanos. Vencidas as resistências iniciais, os próprios bancos, em particular os americanos, tomaram a frente do processo e organizaram um consórcio, sob a liderança do Citibank, para definir as condições do rescalonamento, e incluíram os bancos japoneses nas negociações, já que esses são os principais credores da Coreia do Sul. Para maiores detalhes sobre a ação dos bancos internacionais para evitar a moratória coreana, ver Lee (1998).

(36) Isso, a despeito dos evidentes indícios de fragilidade financeira crescente, como já assinalava o BIS em seu 67º relatório anual. Ver BIS (1997, p. 107-109).

novos competidores refletirá na diminuição das tarifas e dos custos dos empréstimos.³⁷ A entrada de novas instituições e a ampliação da presença estrangeira no mercado bancário brasileiro têm como motivação básica a possibilidade de ganhos expressivos. Nesse sentido, mesmo que possuam vantagens competitivas, é difícil imaginar que essas instituições irão privar-se de amplas receitas, promovendo corte em tarifas e margens. Se ocorrerem iniciativas desse tipo, serão muito mais fruto de estratégias de *marketing* de curto prazo do que expressão de uma política duradoura.

Ademais, a concorrência via preços é apenas uma dentre várias das estratégias competitivas que uma instituição bancária pode adotar. Na atividade bancária e financeira, a diferenciação em relação aos rivais é importante mecanismo estratégico. Os bancos procuram-se singularizar uns dos outros pela construção de uma imagem de experiência, de tradição e de solidez; pela utilização agressiva de técnicas de *marketing*, pela qualidade de suas equipes operacionais, pelas informações 'privilegiadas' obtidas nos seus relacionamentos estritos e contínuos com suas clientelas, pelo desenvolvimento de novos instrumentos e práticas financeiras que correspondem às necessidades de seus clientes etc. Desse modo, os bancos interferem diretamente na preferência do público, que tem a opção de escolher dentre inúmeros ativos para investir a poupança financeira. Todos esses meios possibilitam a obtenção de vantagens do tipo monopolista e, em consequência, maiores lucros, que são o *leitmotiv* de toda e qualquer atividade empresarial.

A concorrência pode assumir diferentes formas de acordo com as características institucionais e legais da atividade bancária e financeira que prevalecem nos diferentes países em um momento determinado e em circunstâncias específicas. Porém, como processo incessante de luta pela apropriação e valorização da riqueza, ela está sempre presente. Às vezes, em virtude da regulamentação bancária em vigor, que varia de modo considerável nos diferentes sistemas bancários nacionais, as oportunidades que os bancos possuem de criar vantagens competitivas *vis-à-vis* os seus rivais são reduzidas, mas isso está longe de significar que a concorrência seja tênue ou ausente.

A concorrência como processo não pode ser nem mesurada nem quantificada, pois evolui incessantemente pela ação e interação dos agentes participantes. Estes definem estratégias que podem ou não conduzir a bons resultados, em um ambiente econômico e institucional que se modifica também continuamente. É inegável, contudo, que a entrada de novos rivais deverá promover a redefinição das estratégias de concorrência adotadas pelas instituições já presentes no mercado, com vistas a defender seus espaços de atuação.

(37) Cabe ressaltar que um dos efeitos imediatos do Plano Real foi a generalização da cobrança de tarifas de serviço bancário. Esse mesmo fenômeno verificou-se após a implementação do Plano Cruzado em 1986 e na sequência de todos os demais planos de estabilização posteriores, dado que, num contexto de redução do patamar da inflação, os bancos procuram repassar aos clientes os custos operacionais embutidos na captação de recursos. A grande novidade dessa onda recente de cobrança de tarifa reside no fato de que pela primeira vez se adotou a cobrança automática de tarifas muito elevadas para todos os tipos de serviços, retirando da alçada dos gerentes de agência a faculdade de conceder exceções a certos clientes, como destaca Carvalho (1995).

Os bancos (e as outras instituições financeiras) sempre procuram, com maior ou menor liberdade, dado o ambiente institucional e jurídico em que atuam, novos instrumentos, procedimentos e acordos institucionais que lhes permitam ampliar seus lucros. De igual modo, buscam adquirir recursos em condições as mais favoráveis possíveis, procurando novos e mais rentáveis ativos, e descobrir novos meios de obter comissões. Inovando, os bancos satisfazem a demanda do público por créditos ou por novos ativos e produtos financeiros, mas, sobretudo, respondem às suas próprias motivações.

Do ponto de vista dos bancos, individualmente, os novos produtos e práticas financeiras constituem importante arma no processo concorrencial, como fontes de vantagens competitivas³⁸ e, por consequência, de maiores lucros. Porém, em termos macroeconômicos, essas inovações não necessariamente contribuem para maior eficiência alocativa do capital na economia. Ao contrário, como destacam Minsky (1986) e Aglietta (1995), podem contribuir para aumentar a fragilidade financeira da economia – dado que introduzem maior complexidade nas relações de débito e crédito – e para obstar o financiamento das inovações produtivas, verdadeiro motor do desenvolvimento econômico, uma vez que tendem muito mais a estimular as transações com ativos existentes do que ao direcionamento de fundos para o investimento de longo prazo. Em resumo, a ação dos bancos, com base em estratégias concorrenciais definidas em relação a um futuro incerto, tem forte impacto sobre a atividade econômica, mas nem sempre no sentido esperado pelas autoridades ou previsto no manuais econômicos.

Aliás, a visão de que os mercados financeiros são 'alocadores eficientes' de recursos não corresponde à realidade.³⁹ Assim como também as chamadas 'falhas de mercado' são, na verdade, características essenciais e inerentes da própria dinâmica capitalista. A despeito da teoria predominante e dos desenvolvimentos recentes associados à liberalização financeira e à emergência de novos produtos, mercados e técnicas de gestão de risco, os mercados financeiros não fornecem uma avaliação adequada dos valores fundamentais das empresas, o que permitiria uma alocação eficiente do capital na economia. Os investidores financeiros, dentre os quais os próprios bancos, norteiam suas decisões pelo comportamento dos mercados, os quais, por sua vez, refletem a opinião média da própria comunidade financeira sobre o futuro incerto e não-modificações nos valores fundamentais da economia. A volatilidade dos mercados é a resultante desse processo interativo de formação de expectativas auto-realizadoras. Nesse sentido, é questionável a tese de que a entrada de bancos estrangeiros promova maior eficiência alocativa da economia brasileira, pela introdução de novas tecnologias de gerenciamento de recursos, inovações de produtos e serviços e 'maior concorrência'.

(38) Como não existe registro de patente para as inovações financeiras, essas vantagens competitivas são temporárias. Todavia, enquanto não são imitadas, constituem importante fonte de lucro para os inovadores.

(39) Para uma crítica sobre o conceito de eficiência, ver Aglietta (1995).

Quanto à maior eficiência operacional, do ponto de vista microeconômico, dos bancos estrangeiros, há diferenças importantes na institucionalidade monetária e financeira em vigor nos distintos sistemas bancários domésticos, bem como nas legislações trabalhistas e nos serviços prestados pelos bancos à população, as quais se refletem nas estruturas de custo das instituições. Apenas a título de exemplo, cabe mencionar que, ao contrário do que se verifica no Brasil, em diversos países desenvolvidos a população não utiliza os serviços da rede bancária para efetuar pagamentos de impostos e de contas de serviços básicos, tais como luz, telefone, gás e água. Essas diferenças sugerem que as estruturas de custo não são facilmente transportáveis de um país a outro.

A falta de uma base de dados homogêneos também dificulta uma efetiva comparação internacional. Coletados, a partir de fontes distintas, os dados não são comparáveis e não permitem uma avaliação conclusiva. Todavia, fornecem alguns indícios que, pelas razões apontadas, devem ser vistos com cautela.

Considerando apenas os bancos classificados entre os mil maiores bancos do mundo em termos de capital, é possível verificar na Tabela 12 que os bancos brasileiros apresentavam, em dezembro de 1996, uma relação custo/receita inferior à dos bancos de vários países desenvolvidos e de países em desenvolvimento. Dentre os países selecionados, apenas a Holanda e a Suécia possuíam relações custo/receitas bem inferiores àquelas dos maiores bancos brasileiros. Se a comparação é efetuada apenas com os países que possuem números semelhantes de bancos classificados dentre os mil maiores, como Brasil, Coreia do Sul e Suíça, o indicador custo/receita é mais favorável no caso dos bancos brasileiros.

TABELA 12
PAÍSES SELECIONADOS
RELAÇÃO CUSTO/RECEITA DOS MIL MAIORES BANCOS DO MUNDO*

PAIS	CUSTO/RECEITA (%)	Nº DE INSTITUIÇÕES ^b
Alemanha	58,41	83
Áustria	64,14	23
Argentina	62,10	10
Bélgica	58,50	8
Brasil	58,89	26
Chile	59,98	7
Coreia do Sul	76,24	27
Espanha	57,52	39
Estados Unidos	61,74	148
França	63,58	21
Holanda	56,92	13
Itália	64,39	65
Japão	77,37	119
México	60,93	11
Portugal	68,82	9
Reino Unido	60,39	31
Suécia	52,25	5
Suíça	64,82	28

Fonte: *Banker* (1997).

Notas:

(a) Classificação por volume do capital: posição em 31/12/1996.

(b) Número de instituições classificadas entre as mil maiores.

Já os indicadores para o conjunto do sistema bancário apresentados na Tabela 13 não são muito favoráveis às instituições brasileiras. No que se refere tanto aos custos operacionais como à rentabilidade média sobre os ativos, o sistema bancário brasileiro está dentre os que apresentaram os piores resultados no período 1990-94. Em termos de custos operacionais como percentual dos ativos totais, apenas os bancos argentinos superavam os brasileiros (8,5% contra 6%). Porém, o mesmo se verifica em relação às margens líquidas como percentual dos ativos: os bancos argentinos ocupam o primeiro lugar (9,2%), seguido pelos bancos do Brasil (6,8%), Chile (6,1%) e México (5,1%). Em face desses números expressivos, não é de se admirar a atratividade dos mercados bancários latino-americanos para os bancos dos países desenvolvidos. Os casos chileno e argentino corroboram para reforçar a interpretação de que a forte presença estrangeira não necessariamente contribui para a redução das margem de intermediação.

Os dados apresentados na Tabela 14 possibilitam uma análise comparativa dos quatro maiores bancos do Brasil e dos principais países desenvolvidos em termos de volume de capital, número de empregados e de desempenho da mão-de-obra. No que se refere ao volume de capital, há efetivamente um diferencial enorme, o que tornaria os bancos brasileiros vulneráveis à tomada de controle acionário hostil (*takeover*) por instituições estrangeiras, caso a legislação permitisse esse tipo de transação. Nota-se, também, que enquanto o volume de capital dos quatro maiores bancos brasileiros cresceu 23% entre 1992 e 1995, o capital dos bancos americanos, britânicos e alemães cresceu em ritmo bem mais acentuado. No caso americano, o capital dos quatro maiores bancos saltou de US\$ 31 bilhões para US\$ 72 bilhões, ou seja, um crescimento da ordem de 132% entre 1992 e 1996.

TABELA 13
PAÍSES SELECIONADOS
INDICADORES DO SISTEMA BANCÁRIO

PAÍSES	PARTICIPAÇÃO DOS BANCOS NA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA* (EM %)	CUSTOS OPERACIONAIS (% DOS ATIVOS TOTAIS) ^b	MARGENS LÍQUIDAS (% DOS ATIVOS TOTAIS) ^b	RENTABILIDADE MÉDIA SOBRE OS ATIVOS ^b	Em %
					CREDITOS EM LÍQUIDAÇÃO (% DO TOTAL DE CREDITO) ^c
Alemanha	77	1,1	1,4	0,2	n.d.
Argentina	98	8,5	9,2	1,4	10,5
Brasil	97	6,0	6,8 ^d	0,1	5,9
Chile	62	3,0	6,1	1,1	3,5
Coreia	38	1,7	2,1	0,6	1,0
Estados Unidos	23	3,7	3,7	0,8	1,6
Japão	79	0,8	1,1	0,1	3,3
México	87	3,9	5,1	1,3	14,8
Taiwan	80	1,3	2,0	0,7	2,6

Fonte: Goldestein e Turner (1996, p. 19, 29 e 48).

Notas:

(a) Posição em 1994.

(b) Média para o período 1990-94.

(c) Média para o período 1994-95.

(d) Média para o período 1992-94.

Obs.: n.d. = informação não-disponível.

TABELA 14
PAÍSES SELECIONADOS
CAPITAL E INDICADORES DE DESEMPENHO DA MÃO-DE-OBRA DOS QUATRO MAIORES BANCOS*
(POSIÇÃO EM 31 DE DEZEMBRO)^b

PAÍSES	CAPITAL (US\$ milhões)		Nº DE EMPREGADOS		LUCROS/EMPR. (US\$ mil)		CAPITAL/EMPR. (US\$ mil)		ATIVOS/EMPR. (US\$ mil)	
	1992	1996	1992	1996	1992	1995	1992	1996	1992	1996
Alemanha	27.705	44.319	165.719	158.530	28	61	167	280	5.412	14.502
Brasil	11.727	14.449	266.419	213.659	8	-0,3 ^c	44	68	373	747
Estados Unidos	30.906	72.047	263.241	307.418	27	59	117	234	2.588	3.493
Itália	23.159	24.025	89.864	105.359	20	12	258	228	5.314	5.318
Japão	71.101	61.203	67.029	67.550	65	3 ^c	1.061	906	27.197	29.142
Reino Unido	34.054	59.202	307.808	267.607	19	51	111	221	3.345	3.773

Fonte dos Dados Brutos: *Banker* (1993, 1996 e 1997).

Notas.

- a) Por volume do capital.
 b) Exceto Japão, cujo ano fiscal encerra-se em 31 de março. Para o Brasil, posição em 1992 e 1995.
 c) Em 1992, Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Banespa; em 1995, Bradesco, Itaú, Banco do Brasil e Unibanco.
 (d) Esse resultado reflete o enorme prejuízo apresentado pelo Banco do Brasil, equivalente a US\$ 44 mil por empregado.
 (e) Esse resultado reflete o astronômico prejuízo apresentado pelo Dai-ichi Kangyo Bank, equivalente a US\$ 146 mil por empregado.

Os indicadores de desempenho da mão-de-obra também não são favoráveis no caso brasileiro. Embora venha ocorrendo no país o mesmo movimento de retração no número de empregos, já assinalado na primeira parte, em relação aos sistemas bancários dos países centrais, os quatro maiores bancos brasileiros empregam um número de funcionários similar ao dos grandes bancos americanos, britânicos e alemães, a despeito de possuírem capitais e ativos sensivelmente menores.

ASPECTOS NEGATIVOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO

A decisão do governo Fernando Henrique Cardoso de promover a abertura do sistema financeiro nacional ao capital estrangeiro não provocou de imediato manifestações de desagrado da parte dos banqueiros nacionais. Todavia, após a compra do Bamerindus pelo gigante HSBC e a colocação em prática pelo Santander de agressiva estratégia de aquisições, alguns banqueiros brasileiros começaram a solicitar a reavaliação da política de abertura. As opiniões contrárias à abertura tomaram-se públicas a partir de setembro de 1997. Em declarações à imprensa, banqueiros e consultores financeiros alertavam para o fato de que a participação estrangeira no sistema financeiro brasileiro estaria próxima de atingir um suposto "limite ideal de 20% dos ativos totais". Ademais, alguns ressaltavam que o controle, por institui-

ções estrangeiras, de mais de 30% dos ativos totais do sistema representaria uma ameaça à soberania nacional (Adachi, 1997; Carvalho, 1997d; Lucca, 1998a).⁴⁰

Uma das principais vozes contra a ampliação da presença estrangeira no sistema financeiro brasileiro é do presidente do Banco Itaú e da Federação Brasileira das Associações de Bancos (Febraban), Roberto Egydio Setúbal. Ressaltando que não existe consenso no âmbito da Febraban em relação à ampliação da presença estrangeira no Brasil e que sua opinião é pessoal e não institucional, declara-se favorável à abertura, porém discorda da intensidade do processo e da predominância estrangeira.⁴¹

Na entrevista que nos concedeu, o presidente da Febraban destacou que, em todo o mundo, "o sistema financeiro é objeto de regulamentação específica, diferente dos demais setores da economia, e vários países impõem restrições à presença estrangeira, em lei ou não. Na OMC, a oferta do Brasil é aceitável, mas na prática a presença do capital estrangeiro no setor de serviços financeiros já é muito grande. No segmento de bancos de investimentos, a presença estrangeira é predominante. Na área de seguros, há igualmente presença intensa no mercado doméstico de seguradoras e corretoras estrangeiras, sobretudo americanas e européias. No segmento de financeiras, a participação estrangeira só não é maior por falta de interesse. Dentre os bancos comerciais, cresceu o número de instituições estrangeiras, que já controlam cerca de 10% do total das agências".

Além disso, segundo ele, "a iniciativa de conceder autorização de entrada aos bancos estrangeiros não foi negociada e não criou reciprocidade para os bancos brasileiros no exterior. Nos Estados Unidos, os bancos brasileiros não obtêm autorização de entrada porque a supervisão bancária brasileira não é considerada adequada".

Igualmente salientou que "nos países que possuem sua própria moeda e que consideram isso um fator importante para o seu desenvolvimento, a capacidade do banco central em executar política monetária e em exercer controle sobre o fluxo de capitais está associada à capacidade de influenciar o sistema financeiro. A maior presença de bancos estrangeiros reduz o raio de manobra da política monetária. O banco nacional tem como base de *funding* a moeda nacional, de modo que o banco central tem maior capacidade de impor restrições a suas atividades, por exemplo, mediante a política de depósito compulsório. Os bancos brasileiros não vão apostar contra o real, pois têm muito mais a perder, já que dependem das operações que realizam no mercado doméstico. Já os bancos estrangeiros possuem maior grau de

(40) Em novembro de 1997, o Banco Central anunciou que não iria mais autorizar a compra de bancos nacionais com boa saúde financeira por grupos estrangeiros. O acesso do capital externo ao varejo brasileiro ficaria então limitado à compra de bancos estatais em leilões de privatização ou de bancos privados em dificuldades financeiras. Essa decisão respondeu, pelo menos em parte, às pressões dos banqueiros privados nacionais, mas igualmente é uma estratégia de elevar o preço dos bancos públicos a serem privatizados (Fuchs, 1998a).

(41) Efetivamente, na Febraban existem opiniões contrárias às do seu presidente. Existem visões bem mais radicais, totalmente contrárias à abertura do sistema ao capital externo, enquanto outros defendem a entrada livre de bancos estrangeiros.

mobilidade, pois suas operações *offshore* não estão sob a supervisão do Banco Central". Ainda na opinião do presidente da Febraban, o impacto da crise no mercado asiático poderia ter sido muito maior se o sistema financeiro brasileiro fosse dominado por bancos estrangeiros, cuja capacidade de especular com a moeda local seria maior.

Outra questão ressaltada por Roberto Setúbal diz respeito à realocação da poupança nacional. Embora admitindo a natureza eminentemente política do tema, considera que "essa decisão deve ser tomada internamente, de acordo com os interesses brasileiros e não de acordo com interesses internacionais."

Esses e outros aspectos contrários à ampliação da presença estrangeira levantados pelo presidente da Febraban foram amplamente divulgados pela imprensa (Pinto, 1997; e Fucs, 1998a). De forma sintética, sua visão pode ser apresentada pelos seguintes pontos:

- o real ficaria mais vulnerável, pois os bancos estrangeiros poderiam lucrar apostando contra a moeda nacional, usando seu *funding* em reais e comprando dólares do Banco Central;
- o Banco Central poderia perder crédito. Um banco brasileiro dá crédito ilimitado ao Banco Central; já para o banco estrangeiro, o Banco Central é um risco de crédito como outro qualquer;
- o poder do Banco Central sobre os bancos nacionais é maior porque o *funding* deles é local. Já o nível de ascendência sobre os bancos internacionais seria muito menor;
- os controles sobre os capitais externos seriam menos eficazes. Enquanto os bancos brasileiros com base *offshore* têm capacidade limitada para levantar recursos externos, os bancos estrangeiros poderiam mobilizar enorme massa de negócios fora do controle da autoridade monetária brasileira, tornando ineficazes os mecanismos de controle;
- a decisão sobre a alocação da poupança seria tomada no exterior;
- nenhum país desenvolvido, na prática, permite que seus maiores bancos sejam comprados por estrangeiros.

Os argumentos contrários ao aumento da participação estrangeira no sistema financeiro brasileiro precisam ser examinados de uma perspectiva crítica, como foi feito acima com os argumentos em prol da abertura. É essencial distinguir as questões efetivamente relevantes para a sociedade brasileira daquelas que refletem a defesa de interesses exclusivos dos banqueiros privados brasileiros.

Não parece evidente que a maior presença estrangeira no sistema financeiro nacional represente uma ameaça ao real. A dependência do capital externo, sob a forma de investimento de portfólio no mercado doméstico, bem como de emissão de títulos no mercado internacional, é o que torna a economia brasileira vulnerável a potenciais ataques especulativos dos investidores internacionais. Os bancos estrangeiros tanto podem remeter recursos ao exterior, criando ou agravando uma situação cambial, quanto podem trazer recursos do exterior, para fortalecer uma posição local e, assim, sustentar o real. No que se refere aos bancos brasileiros, o que pode impedir

sua participação em um eventual ataque especulativo contra o real é muito mais a existência de interdições legais à concessão de crédito em moeda doméstica a não-residentes (apontada no artigo *Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional nos anos 90*, neste livro) do que um comprometimento 'patriótico'. Vale lembrar o papel desempenhado pelos bancos franceses no episódio da crise do sistema monetário europeu na primeira metade dos anos 90, fornecendo liquidez aos *hedge funds* que especulavam contra o franco (Plihon, 1994). Esse episódio revela que os bancos tendem a aproveitar toda e qualquer oportunidade de ganho, mesmo que isso contrarie os chamados 'interesses nacionais' e implique descontrole cambial e monetário.

A maior presença estrangeira no sistema financeiro doméstico não deverá ter o reputado efeito de diminuir a capacidade do Banco Central em executar a política monetária. A ameaça maior que pesa sobre a ação efetiva da autoridade monetária provém dos fluxos de capitais voláteis, sobretudo dos investimentos de portfólio. Em todo o mundo, a liberalização dos controles sobre os movimentos de capitais traduziu-se em uma tendência de enfraquecimento das políticas monetárias nacionais. Essa tendência não será, necessariamente, agravada pelos bancos estrangeiros. É a dependência do capital externo de curto prazo que dificulta o controle da moeda e força o Banco Central a manter as taxas de juros em patamares tão elevados. Além disso, uma abrupta redução dos juros pode, simultaneamente, fragilizar o sistema bancário, dado o 'descasamento' dos prazos das operações ativas e passivas, e promover uma fuga de capitais.

Também não parece verdadeiro que as instituições estrangeiras possam enfrentar a autoridade monetária. Essas instituições atuam no país cumprindo as mesmas exigências e normas que vigoram para os bancos domésticos. Estão sujeitas às mesmas regras de depósito compulsório, capital mínimo, alavancagem, condições de repasse dos recursos externos etc. Ademais, a ampliação da presença estrangeira tem ocorrido sobretudo pelo aumento da participação no capital acionário de instituições nacionais, sediadas no país, e, portanto, controladas pelo Banco Central.

O argumento de que o Banco Central perderia crédito caso ocorresse o predomínio estrangeiro é igualmente equivocado. A economia brasileira como toda e qualquer outra economia capitalista está fundada no regime de moeda de crédito. Nesse tipo de regime, a moeda central emitida exclusivamente pela autoridade monetária é a moeda de pagamento de todos os saldos monetários não-nulos das instituições bancárias. Nesse sentido, operando em reais, já que até o presente momento não são permitidos depósitos bancários em moeda estrangeira, os bancos estrangeiros precisarão da moeda central para liquidar suas transações, como qualquer outro banco. Outra leitura possível desse argumento é que os bancos estrangeiros poderiam recusar-se a comprar os títulos públicos utilizados pelo Banco Central para monitorar a liquidez da economia. É possível que isso possa vir a ocorrer em determinadas circunstâncias, como já aconteceu nos anos de alta inflação, quando houve generalizada desconfiança em relação à liquidez dos títulos públicos, mas tal comportamento independe da nacionalidade da instituição.

Decidir sobre a alocação da poupança doméstica sempre foi um dos grandes problemas do sistema financeiro brasileiro. As instituições privadas jamais se envolveram na concessão de crédito de longo prazo, exceto como repassadores de capital de empréstimo externo ou de recursos das agências oficiais de fomento. Tanto os bancos privados nacionais como os bancos estrangeiros sempre se concentraram no financiamento dos déficits governamentais e na concessão de crédito de curto prazo para o setor privado. Com maior ou menor presença estrangeira, o papel dos bancos privados no financiamento do desenvolvimento ainda é uma incógnita. Com o acesso das grandes empresas aos mercados internacionais de capitais, a forma de atuação dos bancos pode não se alterar significativamente. Nesse caso, as operações tradicionais de crédito continuariam, portanto, restritas ao curto prazo.

O argumento de que nenhum país desenvolvido, na prática, permite que seus maiores bancos sejam comprados por estrangeiros é verdadeiro. De fato, é difícil imaginar que autoridades americanas, inglesas, francesas ou alemãs permitam a compra do quarto maior banco doméstico por uma instituição estrangeira, como ocorreu no Brasil em relação ao Bamerindus. Vale mencionar, a título de exemplo, o caso do grande banco estatal francês *Crédit Lyonnais* – em sérias dificuldades financeiras e objeto de sucessivos e vultosos planos de saneamento⁴² –, cuja tentativa de aquisição pelo inglês *Barclays Bank* encontrou resistências no âmbito do governo, a despeito da intenção manifesta de efetuar sua privatização até o ano 2000.⁴³

RECOLOCANDO O DEBATE: A NECESSIDADE DE REGULAMENTAR O ARTIGO 192 DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL

Os argumentos favoráveis e contrários à ampliação da presença estrangeira no sistema financeiro brasileiro anteriormente apresentados são, em geral, parciais. Mas, sobretudo, obscurecem um ponto essencial, que é a necessidade de regulamentar o artigo 192 da Constituição federal, no qual se prevê a elaboração de uma lei complementar que disporá sobre o sistema financeiro. A decisão sobre a entrada dos bancos estrangeiros deveria ser submetida ao Congresso Nacional, que é o fórum adequado para debate e decisão sobre o formato institucional que se deseja para o sistema financeiro brasileiro.

A política de abertura externa mediante utilização do artigo 52 das Disposições Constitucionais Transitórias está, na prática, promovendo uma reforma *ad hoc* do

(42) Até junho de 1997, a ajuda governamental ao *Crédit Lyonnais* já superava US\$ 17 bilhões (Jack, 1997).

(43) Ressalte-se, todavia, que os bancos estrangeiros foram autorizados a participar da privatização do Banco CIC, o sétimo banco no *ranking* nacional por volume de ativos. Trata-se de uma novidade, pois até recentemente o processo de privatização dos bancos franceses, iniciado no final dos anos 80, era efetuado através de complexas participações acionárias cruzadas entre as maiores instituições financeiras e não-financeiras domésticas, destinadas a criar o chamado *noyau dur* para proteger o sistema bancário francês da ameaça de *takeover* por instituições estrangeiras. Sobre a privatização dos bancos públicos franceses, ver Reads (1998).

sistema financeiro nacional. É sabido que as finanças e as ações dos agentes econômicos não são neutras em seus efeitos para o desenvolvimento social e econômico das nações. Por essa razão, uma reforma da institucionalidade monetária e financeira do país precisaria ser amplamente discutida com a sociedade ou com seus representantes e não ficar na dependência do poder discricionário de poucas pessoas. A entrada estrangeira é um tema tão controverso que encontra opositores e defensores em ambos os extremos do espectro ideológico. Razão a mais para que seja objeto de decisão, a partir de um debate político franco e democrático.

Desde outubro de 1988, o artigo 192 está à espera de regulamentação. As discussões sobre esse tema tiveram início em 1991, quando foi criada na Câmara dos Deputados a Comissão Especial – Sistema Financeiro Nacional. Inúmeros anteprojetos já foram apresentados e debatidos nessa Comissão, sem que fossem, contudo, levados a discussão e aprovação em plenário.⁴⁴ Vários fatores explicam o desinteresse pela regulamentação do referido artigo. Do lado do governo, isso se explica pelo fato de a Lei nº 4.595, em vigor até a elaboração da nova lei complementar, conferir ampla liberdade e poderes de atuação e de intervenção à autoridade monetária. Do lado dos banqueiros brasileiros, havia, até a aprovação, pelo presidente, da Exposição de Motivos nº 311, em 1995, o conforto de estarem livres da ameaça da entrada de novos rivais estrangeiros, ou mesmo da ampliação da participação dos estrangeiros já em atividade.⁴⁵ Talvez com a frequente utilização, pelo governo, do artigo 52 das Disposições Constitucionais Transitórias, o Congresso Nacional finalmente se interesse em regulamentar o artigo 192 e dar um ordenamento ao sistema financeiro.

No que se refere ao tratamento conferido ao capital estrangeiro, poucos foram os anteprojetos que trataram essa questão de forma clara e articulada. O anteprojeto apresentado em 1991 pelo então deputado José Serra constitui, nesse sentido, uma das exceções. Em primeiro lugar, porque estabelece que a regulamentação prevista na lei aplica-se a todos os intermediários financeiros, inclusive os intermediários financeiros estrangeiros que venham a se instalar ou que estejam em funcionamento no país. Adota, portanto, o conceito do tratamento nacional. Em segundo lugar, define ainda que o funcionamento de intermediário financeiro estrangeiro deve ser autorizado pelo presidente da República, segundo os critérios de interesse nacional e acordos internacionais. E, por fim, estabelece limites de participação de pessoas naturais ou jurídicas não-financeiras – residentes ou domiciliados no exterior – no capital de intermediários financeiros: um terço do capital com direito a voto e 50% do capital total.

O projeto elaborado pela Central Única dos Trabalhadores (CUT) e formalizado na Câmara pelo deputado José Fortunati também estabelece regras para o tratamento conferido aos bancos estrangeiros. Em adição aos dispositivos que se aplicam aos intermediários financeiros nacionais, em seu artigo 158, define que “a concessão ou

(14) Para uma análise dos anteprojetos de lei complementar do sistema financeiro, ver Ferreira, Freitas e Schwartz (1992, parte III), e Almeida e Freitas (1998).

(15) Como já mencionado, tanto a abertura de novas agências pelos bancos estrangeiros como o aumento da participação no capital acionário de instituições nacionais dependiam da regulamentação do artigo 192.

manutenção de autorização para funcionamento de intermediário estrangeiro dependerá ainda:

- da observância de critérios de reciprocidade, aplicando-se aos intermediários financeiros estrangeiros as mesmas restrições aplicáveis aos intermediários financeiros brasileiros da mesma categoria em seus respectivos países;
- do aporte de um volume mínimo de recursos próprios ou captados no exterior em divisas, fixados como proporção do volume de suas operações ativas” (Fortunati, 1992).

Esse artigo contém ainda a ressalva de que, no resguardo dos interesses nacionais, podem ser fixadas restrições à entrada e à ampliação das atividades no país de intermediários financeiros estrangeiros. Porém, no artigo 160, prevê-se que o tratamento conferido aos bancos estrangeiros poderá ser revisto em razão de tratados, acordos e atos internacionais, devidamente aprovados pelo Congresso Nacional. Outro aspecto a ser ressaltado no projeto de lei complementar apresentado pelo deputado Fortunati é que a responsabilidade de autorizar o funcionamento de instituições financeiras estrangeiras é atribuída, privativamente, ao Banco Central do Brasil (artigo 43, inciso XVIII).

Já o projeto apresentado em 1992 pelo então relator deputado César Maia não estabelece limites de participação do capital estrangeiro e tampouco é claro na esteira de qual o critério – o de reciprocidade ou o de tratamento nacional – deveria ser seguido.⁴⁶ Apenas define que a autorização de funcionamento de instituições estrangeiras e de participação de não-residentes no capital de instituições com sede no país é atribuição do presidente da República, “observados os tratados e acordos internacionais, especialmente quanto aos critérios de reciprocidade”. De igual modo, o projeto do atual relator, deputado Saulo Queiroz, não define limites de participação e remete ao “Poder Executivo a competência para autorizar:⁴⁷

- o funcionamento no país de instituições financeiras bancárias, de instituições de seguro, resseguro, previdência privada e capitalização, e de instituições do mercado de valores mobiliários, constituídas no exterior;
- a participação de residentes ou domiciliados ou sediados no exterior, como sócios controladores, no capital das instituições financeiras, instituições de seguro, resseguro, previdência privada e capitalização e das instituições do mercado de capitais constituídas no país”.

Como não há definição objetiva quanto ao critério adotado no tratamento da entrada do capital estrangeiro, abre-se a possibilidade, no caso de eventual aprovação sem modificações do projeto do relator Saulo Queiroz, que se dê continuidade ao

(46) Esse projeto, conhecido como Substitutivo do Relator, tem como base um anteprojeto elaborado pelos deputados Francisco Domelles e César Maia no primeiro semestre de 1991. Com a criação da Comissão Especial do Sistema Financeiro e a nomeação do deputado César Maia como relator, o projeto passou a tramitar como texto principal da Comissão. Após incorporar sugestões de parlamentares e de instituições financeiras, foi apresentado em sua versão definitiva em 1992.

(47) Um projeto datado de 1996, de autoria do senador Ney Suassuna, contém exatamente os mesmos dispositivos (Almeida e Freitas, 1998).

processo atual de abertura não negociada e sem critérios transparentes, bem como à hipótese de um fechamento completo à ampliação da participação estrangeira, caso o presidente da República assim o decidir. Porém, é difícil imaginar que tema tão controverso não suscitará sugestões de modificação quando for levado a debate no plenário da Câmara.

IMPACTO DO AUMENTO DA PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

AVALIAÇÃO QUANTITATIVA

A base de dados disponíveis para avaliar a participação estrangeira no Sistema Financeiro Nacional é limitada, porque as informações estatísticas levantadas no Sisbacn ainda não refletem as importantes aquisições efetuadas pelos bancos estrangeiros em 1997. Além disso, os dados obtidos não representam a totalidade do sistema bancário, mas exclusivamente o conjunto de instituições que apresentaram balancetes nas datas indicadas. O sistema de coleta e agregação dos dados do sistema financeiro pelo Banco Central não exibe nenhuma estimativa em relação às instituições que não apresentaram informações. Cabe ressaltar também a dificuldade inerente à análise de movimentos em curso, o que impossibilita interpretações mais conclusivas.

A Tabela 15 mostra as limitações dos dados obtidos no Banco Central. A ampliação da participação estrangeira – que vem ocorrendo, desde 1995, em particular mediante o aumento do número de bancos nacionais com controle estrangeiro – está claramente subestimada.

TABELA 15
BRASIL
NÚMERO DE BANCOS ESTRANGEIROS* POR TIPO DE INSTITUIÇÃO (JUNHO DE 1994 A JUNHO DE 1997)

BANCOS	DEZ./93	JUN./94	DEZ./94	JUN./95	DEZ./95	JUN./96	DEZ./96	JUN./97
Estrangeiros	19	19	17	17	17	16	16	16
Pnce ^b	12	12	13	13	13	15	18	17
Pnpe ^c	26	25	24	25	25	24	24	24
Total	57	56	54	55	55	55	58	57
Total SBN ^d	218	224	221	221	218	216	210	201
Partic. %	25,9	25,0	24,4	24,9	25,2	25,5	27,6	28,4

Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbacn (*Balancetes dos Bancos*).

Notas

- (a) Apenas instituições que apresentaram balancetes semestrais nas datas indicadas.
 (b) Pnce = bancos privados nacionais com controle estrangeiro.
 (c) Pnpe = bancos privados nacionais com participação estrangeira.
 (d) SBN = sistema bancário nacional.

A despeito dessas limitações, é possível verificar alguns indícios da ampliação da participação das instituições estrangeiras no sistema bancário nacional, a partir da análise da evolução de algumas das principais contas dos balancetes (Tabela 16). Embora tenha ocorrido certa retração no primeiro ano do Plano Real, os bancos estrangeiros conquistaram posições. Nota-se que a participação do segmento estrangeiro nos ativos totais do sistema bancário privado elevou-se de 21% em junho de 1995 para 30% em junho de 1997. Em relação aos ativos totais do setor bancário nacional, os estrangeiros ampliaram sua participação de 10% para 15% no mesmo período. A mesma tendência de expansão ocorreu no caso das operações de crédito e dos depósitos totais. Quanto ao patrimônio líquido, depois de forte avanço, entre junho de 1995 e junho de 1996, a participação estrangeira declinou em dezembro de 1996, em virtude do esforço de capitalização realizado pelos bancos nacionais.

A evolução em termos reais do crédito concedido pelos bancos estrangeiros no período de junho de 1994 a junho de 1997 pode ser observada na Tabela 17. Verifica-se que os três subsistemas estrangeiros reagiram de forma distinta às alterações nas condições econômicas. Enquanto as sucursais dos bancos estrangeiros no primeiro ano do Plano Real contraíram fortemente o crédito, os bancos nacionais com participação estrangeira, que ampliaram num primeiro momento a concessão de crédito, retraíram-na no primeiro semestre de 1995, voltando a aumentá-la nos semes-

TABELA 16
BRASIL

PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA^a NO SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL^b (CONTAS SELECIONADAS - JUNHO DE 1994 A JUNHO DE 1997)

	JUN/94	DEZ/94	JUN/95	DEZ/95	JUN/96	DEZ/96	JUN/97
% do Sistema Bancário Privado							
Ativos Totais	27	22	21	25	27	28	30
Operações de Crédito	22	19	17	19	25	26	26
Depósitos Totais	20	16	16	20	17	22	23
Patrimônio Líquido	21	21	22	32	36	24	26
% do SBN							
Ativos Totais	15	11	10	12	14	14	15
Operações de Crédito	9	7	6	7	9	11	10
Depósitos Totais	10	7	7	8	7	9	9
Patrimônio Líquido	12	14	15	18	16	16	17
Para Memória							
Sistema Bancário Privado % do SBN							
Ativos Totais	53	48	50	47	52	48	48
Operações de Crédito	40	40	39	37	37	41	39
Depósitos Totais	51	47	44	41	39	40	39
Patrimônio Líquido	57	66	69	57	46	66	64

Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbaccn (*Balancetes dos Bancos*).

Notas:

(a) Bancos estrangeiros, bancos com controle estrangeiro e bancos nacionais com participação estrangeira.

(b) Os dados do SBN incluem o Bancspa, cujos balancetes foram divulgados no início de 1998.

TABELA 17
BRASIL
EXPANSÃO EM TERMOS REAIS DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO^a DO SISTEMA BANCÁRIO
ESTRANGEIRO^b

INSTITUIÇÕES	Em %					
	JUN/94 A DEZ/94	DEZ/94 A JUN/95	JUN/95 A DEZ/95	DEZ/95 A JUN/96	JUN/96 A DEZ/96	DEZ/96 A JUN/97
Estrangeiros	-19,73	-3,80	17,01	17,84	-2,28	0,78
Pnce ^c	2,66	-8,92	9,80	43,64	30,45	-5,29
Pnpe ^d	15,08	-10,81	6,14	15,61	15,92	3,04
Total SBE ^e	1,35	-10,40	8,92	27,22	19,73	-2,35
Total SBN	20,99	3,31	0,03	-3,76	5,00	1,02

Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbacen (*Balancetes dos Bancos*).

Notas:

- (a) Ano-base 1995. Valores deflacionados pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getúlio Vargas (FGV)
- (b) Apenas instituições que apresentaram balancetes semestrais nas datas indicadas.
- (c) Pnce = bancos privados nacionais com controle estrangeiro.
- (d) Pnpe = bancos privados nacionais com participação estrangeira.
- (e) SBE = sistema bancário estrangeiro.

tres seguintes. No período analisado, cabe igualmente assinalar o vertiginoso crescimento das operações de crédito dos bancos nacionais com controle estrangeiro a partir do segundo semestre de 1995. Considerado em seu conjunto, o volume de crédito concedido pelos bancos estrangeiros cresceu em ritmo bem superior ao do sistema bancário brasileiro, como um todo, nos anos de 1995 e 1996.

A expansão das operações de crédito pelo segmento bancário estrangeiro não se traduziu em elevação expressiva do grau de alavancagem no período considerado (Tabela 18). Tal resultado mostra que a expansão do volume de crédito ocorreu em ritmo inferior ao do aumento do patrimônio líquido dessas instituições.

No que concerne à participação estrangeira na internalização de recursos externos, a Tabela 19 revela que os bancos estrangeiros perderam posição logo após a edição do real, quando reduziram suas obrigações por empréstimo. A participação dessas instituições na captação de recursos externos, contudo, voltou a crescer em 1995, passando de 34,6% (29,9% em dezembro de 1994) para 43,6% em junho de 1997.

TABELA 18
BRASIL
GRAU DE ALAVANCAGEM^a DO SISTEMA BANCÁRIO^b (JUNHO DE 1994 A JUNHO DE 1997)

	JUN/94	DEZ/94	JUN/95	DEZ/95	JUN/96	DEZ/96	JUN/97
SBE ^c	2,9	2,4	2,0	2,2	2,6	2,8	2,7
SBPriv ^d	2,7	2,8	2,7	3,6	3,7	2,6	2,6
SBPúb ^e	5,5	7,9	9,4	8,5	5,3	7,3	7,4
SBN	3,9	4,5	4,7	5,7	4,5	4,3	4,3

Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbacen (*Balancetes dos Bancos*).

Notas:

- (a) Relação entre operações ativas e patrimônio líquido.
- (b) Apenas instituições que apresentaram balancetes semestrais nas datas indicadas.
- (c) Bancos estrangeiros, bancos com controle estrangeiro e bancos nacionais com participação estrangeira.
- (d) Bancos privados nacionais e estrangeiros.
- (e) Bancos públicos. Inclui o Banespa.

TABELA 19
BRASIL
BANCOS ESTRANGEIROS* – RECURSOS EXTERNOS (JUNHO DE 1994 A JUNHO DE 1997)

Em R\$ mil de dezembro de 1995^b

	JUN/94	DEZ/94	JUN/95	DEZ/95	JUN/96	DEZ/96	JUN/97
Depósitos Moedas Estrangeiras	11.594	10.489	10.228	10.269	11.491	10.019	40.316
Receitas de Aceites Cambiais	629	0	9	0	0	0	0
Empréstimos no Exterior	11.739.266	6.686.547	8.287.537	11.099.053	12.051.257	10.297.917	9.773.698
Repasses do Exterior	3.763.613	3.121.985	3.204.556	3.747.840	5.180.191	5.201.499	4.777.784
Carteira de Câmbio	2.694.734	4.182.776	7.927.165	5.454.034	11.591.384	4.943.657	10.702.154
Total	18.209.836	14.001.797	19.429.496	20.311.197	28.834.323	20.453.092	25.293.952

% NO SBN^c

Depósitos Moedas Estrangeiras	3,61	3,94	3,30	4,77	6,38	6,88	18,32
Receitas de Aceites Cambiais	15,26	0,00	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00
Empréstimos no Exterior	32,29	25,83	28,05	38,38	40,64	34,85	34,66
Repasses do Exterior	42,01	39,84	37,62	41,25	47,33	44,62	47,56
Carteira de Câmbio	30,06	32,74	44,49	48,59	47,07	45,91	51,18
Total	33,35	29,94	34,57	41,07	44,08	39,23	42,56

Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbacen (*Balancetes dos Bancos*).

Notas:

- (a) Bancos estrangeiros, bancos com controle estrangeiro e bancos nacionais com participação estrangeira.
 (b) Valores deflacionados pelo IGP-DI centrado, da FGV.
 (c) Os dados do SBN incluem o Banespa, cujos balancetes foram divulgados no início de 1998.

A evolução da participação estrangeira no sistema bancário brasileiro também pode ser comprovada pela análise da Tabela 20, na qual são apresentados alguns dados relativos aos bancos estrangeiros e bancos com controle estrangeiro provenientes dos balanços anuais. Observa-se, entre 1994 e 1996, o forte crescimento dessas instituições em termos dos ativos, dos depósitos, das operações de crédito, do patrimônio líquido e do resultado de intermediação financeira, em relação tanto ao sistema bancário privado como ao sistema bancário nacional, em seu conjunto. No que se refere à ampliação da captação de depósito, é preciso assinalar que esse movimento traduz um aumento da desconfiança do público em relação aos bancos nacionais, em particular os privados. Em situações de fragilidade do sistema financeiro, há tendência de migração dos depósitos para os bancos públicos e para os estrangeiros.

TABELA 20
BRASIL
EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA NO SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL (CONTAS SELECIONADAS)

	Posição em final do período (em %)								
	ESTRANGEIROS/BANCOS PRIVADOS			ESTRANGEIROS/TOTAL SBN			PRIVADOS/TOTAL SBN		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996
Nº de Bancos	19,2	18,9	21,4	16,5	16,6	20,0	85,6	87,8	93,5
Ativo Real ^b	15,7	19,9	25,1	8,2	10,3	13,9	52,6	51,6	55,4
Depósitos Totais	12,6	14,8	22,4	6,2	6,4	9,9	49,7	43,2	44,1
Créditos em Liquidação	16,7	16,2	31,4	6,9	5,3	8,3	41,4	32,6	26,5
Operações de Crédito	13,4	16,1	27,5	5,7	6,7	13,3	42,9	41,7	48,5
Patrimônio Líquido Real ^c	16,0	15,3	19,8	10,7	11,6	14,7	66,6	76,2	74,0
Resultado de Intermediação Financeira ^d	13,2	14,0	21,7	6,7	9,0	20,6	50,6	64,4	95,0
Lucro Líquido	16,0	9,7	11,3	13,2	82,5

Fonte: Gazeta Mercantil (*Balanço Anual*, vários anos).

Notas:

- Na rubrica Bancos Estrangeiros, não se incluem os bancos privados nacionais com participação estrangeira.
- Total do ativo declarado menos ativo diferido menos despesas antecipadas menos relações interdependências do ativo.
- Patrimônio líquido declarado mais resultado de exercícios futuros menos ativo diferido menos despesas antecipadas.
- Receitas de intermediação financeira menos despesas de intermediação financeira.
- O sistema bancário em seu conjunto apresentou prejuízo nos anos de 1995 e 1996, o que torna sem sentido essa relação.

Na seqüência são apresentados, na forma de gráficos (Figuras 1 a 6), alguns indicadores de produtividade e de desempenho concernentes aos bancos estrangeiros e com controle estrangeiro, aos bancos privados com participação estrangeira e, para efeito de comparação, ao sistema bancário nacional em seu conjunto.

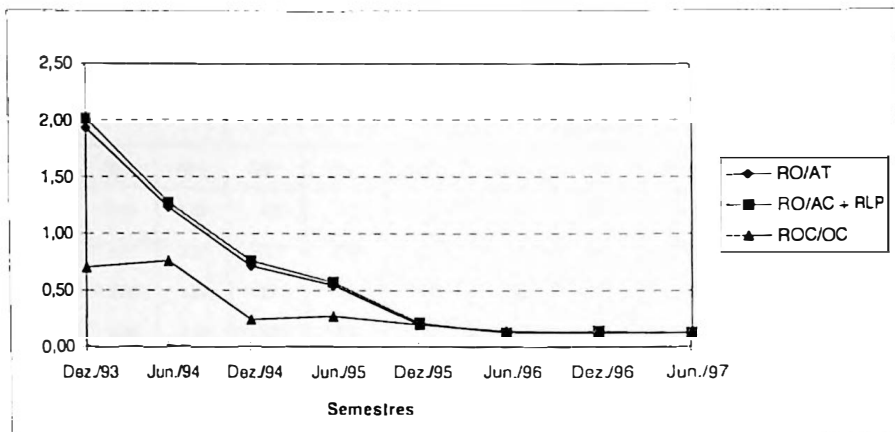
Como indicadores de produtividade foram utilizadas as seguintes relações:

- RO/AT – receitas operacionais/ativos totais;
- RO/AC+RLP – receitas operacionais/ativo circulante + realizável de longo prazo;
- ROC/OC – receitas de operações de crédito/total de operações de crédito.

Como indicadores de desempenho foram utilizados:

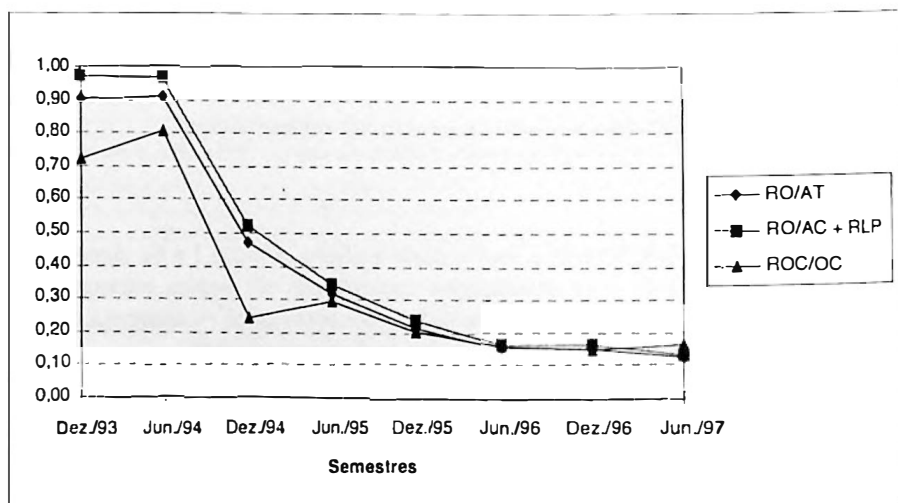
- rentabilidade patrimonial – lucro líquido do semestre/patrimônio líquido ajustado;
- custo (DA/AT) – despesa administrativa/ativos totais;
- margem operacional (RO-DO)/AC+RLP – receita operacional – despesa operacional/ativo circulante + realizável de longo prazo.

FIGURA 1
BRASIL
BANCOS ESTRANGEIROS - INDICADORES DE PRODUTIVIDADE



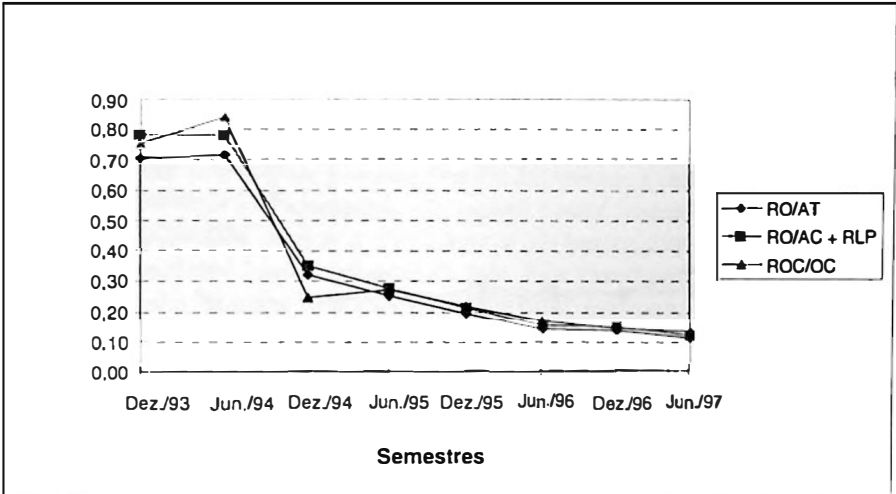
Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbacen (*Balancetes dos Bancos*).

FIGURA 2
BRASIL
BANCOS PRIVADOS NACIONAIS COM PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA - INDICADORES DE PRODUTIVIDADE



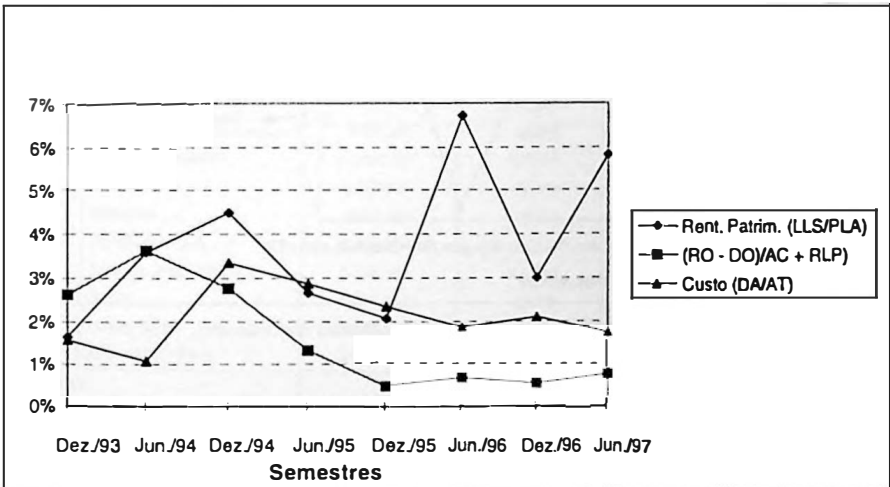
Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbacen (*Balancetes dos Bancos*).

FIGURA 3
BRASIL
SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL – INDICADORES DE PRODUTIVIDADE



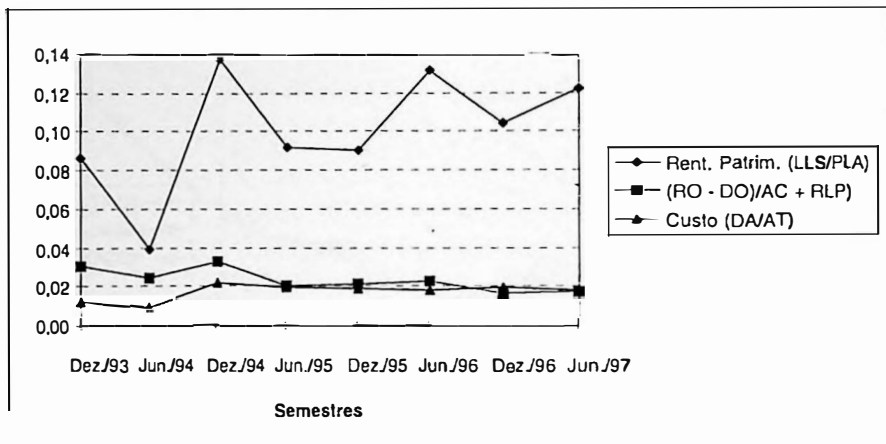
Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbacen (*Balancetes dos Bancos*).

FIGURA 4
BRASIL
BANCOS ESTRANGEIROS – INDICADORES DE DESEMPENHO



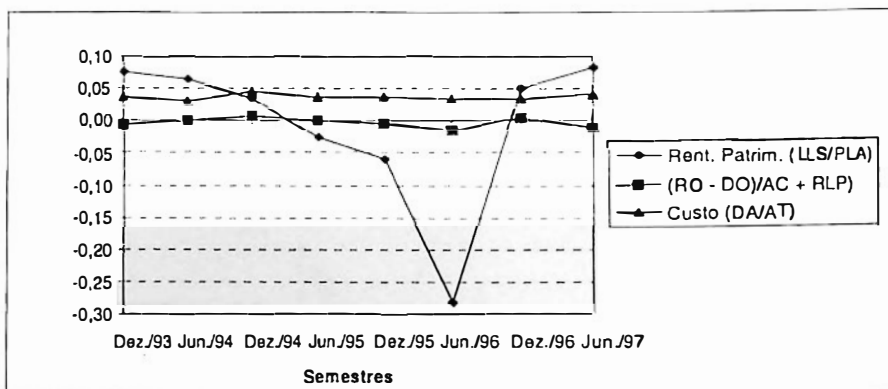
Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbacen (*Balancetes dos Bancos*).

FIGURA 5
BRASIL
BANCOS NACIONAIS COM PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA – INDICADORES DE DESEMPENHO



Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbacen (*Balancetes dos Bancos*).

FIGURA 6
BRASIL
SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL – INDICADORES DE DESEMPENHO



Fonte dos Dados Brutos: Banco Central do Brasil/Sisbacen (*Balancetes dos Bancos*).

Em relação aos indicadores de produtividade (Figuras 1 a 3), é possível verificar que todas as três relações escolhidas apresentam tendências semelhantes de dezembro de 1993 a junho de 1997, seja para os bancos estrangeiros, seja para os nacionais com participação estrangeira, seja ainda para o conjunto do sistema bancário. O declínio acentuado dos indicadores relacionados às receitas operacionais revela a perda dos ganhos de *floating*, em decorrência da estabilização da economia. No que

diz respeito aos indicadores de desempenho (Figuras 4 a 6), nota-se um 'comportamento mais errático', sobretudo quanto à rentabilidade patrimonial. No caso dos bancos nacionais com participação estrangeira, as relações de custos e margens operacionais mantiveram-se estáveis desde junho de 1995.

Nas Tabelas 21 e 22 são apresentados, respectivamente, o *ranking* das vinte maiores instituições privadas (nacionais e estrangeiras) e o *ranking* das vinte maiores organizações estrangeiras por ativo total. Essas tabelas contêm, igualmente, informações sobre os lucros líquidos e a rentabilidade patrimonial em dezembro de 1997. Dentre as vinte maiores instituições privadas (Tabela 21), nota-se a presença de nove instituições com controle ou participação estrangeira. Com a concretização da compra do Excel-Econômico pelo espanhol BBV, haverá três bancos com controle estrangeiro entre os dez maiores bancos privados do país. Essa classificação pode alterar-se de forma radical se o Banespa for adquirido por um banco estrangeiro.

TABELA 21
BRASIL
AS VINTE MAIORES INSTITUIÇÕES PRIVADAS NACIONAIS E ESTRANGEIRAS* POR ATIVO TOTAL
(POSIÇÃO EM DEZEMBRO DE 1997)

CLASSIFICAÇÃO	INSTITUIÇÃO	ATIVO TOTAL	LUCRO LÍQUIDO	PATRIM LÍQUIDO	Em R\$ mil e em %
					RENT. PATRIM* (%)
1	Bradesco	42 332.411	850.512	5.722.745	14,90
2	Itau	36 205.075	720.474	4.203.470	17,14
3	Unibanco	24 674.820	430.843	2.629.960	16,38
4	Real	15.110.119	105.543	879.057	12,01
5	Safra	13.622.658	155.839	840.556	18,54
6	BCN	13.598.362	-109.618	803.285	-13,65
7	HSBC Bamerindus	13.031.661	34.913	1.052.536	3,32
8	Bozano Simonsen	12.395.270	159.936	679.838	23,53
9	Excel Econômico	11.385.392	-44.226	530.319	-8,34
10	CCF Brasil	9.289.536	6.535	310.913	2,10
11	Sudameris Brasil	8.151.178	42.961	566.592	7,58
12	Meridional	7.459.991	-93.923	205.934	-45,61
13	BBA Creditanstalt	6.447.278	103.865	479.312	21,67
14	Citibank S.A.	5.625.504	124.118	357.016	34,77
15	Noroeste	5.543.550	42.895	468.443	9,16
16	BankBoston S.A.	5.482.904	74.956	377.384	19,86
17	Boavista Inter-Atlântico	5.146.828	-386.719	221.700	-174,43
18	Finasa	4.771.669	98.818	954.560	10,35
19	Lloyds Bank	4.703.637	-14.961	181.045	-8,26
20	ABN-AMRO Bank	4.403.685	120.432	439.555	27,40
Para Memória					
Total Sistema Bancário (174 bancos)		644.594.054	6 627.928	49.542.892	13,38

Fonte: Austin Asis - Balanço dos Bancos (apud Febraban, 1998b).

Notas:

(a) Bancos estrangeiros e privados nacionais com controle estrangeiro.

(b) Lucro Líquido/Patrimônio Líquido.

TABELA 22
BRASIL
OS VINTE MAIORES BANCOS ESTRANGEIROS* POR ATIVO TOTAL (POSIÇÃO EM DEZEMBRO DE 1997)

CLASSIFI- CAÇÃO	INSTITUIÇÃO	ATIVO TOTAL	LUCRO LÍQUIDO	PATRIM. LÍQUIDO	Em R\$ mil e em %
					RENT PATRIM ^a (%)
1	HSBC Bamerindus	13.031.661	34.913	1052.536	3,32
2	CCF Brasil	9.289.536	6.535	310.913	2,10
3	Sudameris Brasil	8.151.178	42.961	566.592	7,58
4	Citibank S.A.	5.625.504	124.118	357.016	34,77
5	Noroeste	5.543.550	42.895	468.443	9,16
6	BankBoston S.A.	5.482.904	74.956	377.384	19,86
7	Boavista Inter-Atlântico	5.146.828	-386.719	221.700	-174,43
8	Lloyds Bank	4.703.637	-14.961	181.045	-8,26
9	ABN-AMRO Bank	4.403.685	120.432	439.555	27,40
10	Banco Fiat	2.679.113	69.869	298.831	23,38
11	BankBoston S.A.	2.653.992	12.851	148.501	8,65
12	Chase Manhattan	2.597.928	15.205	293.301	5,18
13	Santander Brasil	2.393.709	-97.234	261.998	-37,11
14	Barclays e Galicia	2.363.072	31.243	144.462	21,63
15	ING Bank	2.136.982	-14.642	86.493	-16,93
16	Morgan Guaranty	2.016.553	-25.089	157.052	-15,97
17	Citibank S.A.	1.811.219	-30.534	211.806	-14,42
18	Deutsche Bank	1.657.092	15.749	130.109	12,10
19	Tokyo-Mitsubishi	1.310.180	12.340	202.566	6,09
20	ABC Brasil	1.167.420	32.823	135.000	24,31

Fonte: Austin Asis – Balanço dos Bancos (*apud* Febraban, 1998b)

Notas.

(a) Bancos estrangeiros e privados nacionais com controle estrangeiro.

(b) Lucro Líquido/Patrimônio Líquido.

As aquisições efetuadas nos quatro primeiros meses de 1998 alteraram significativamente as posições do *ranking* dos vinte maiores bancos estrangeiros apresentado na Tabela 22. Com a compra do América do Sul pelo Sudameris e do Excel pelo BBV, o banco francês CCF do Brasil deverá cair para quarto lugar ou, mesmo, para a quinta posição se o Santander incorporar as atividades do Banco Noroeste.⁴⁸

(48) Com a compra do Banco Real, em julho de 1998, o ABN-AMRO Bank passou a liderar o *ranking* dos maiores bancos estrangeiros, empurrando para o segundo lugar o HSBC Bamerindus (posição em dezembro de 1998). Por essa aquisição, o banco holandês pagou US\$ 2 bilhões, concretizando a maior operação, em termos financeiros, já realizada no mercado bancário brasileiro.

REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO PRIVADO E MUDANÇAS NO PADRÃO DE CONCORRÊNCIA

As perspectivas de negócios no mercado financeiro brasileiro são amplas tanto no segmento bancário de varejo, como no de atacado, sem considerar as áreas de previdência privada e fundos de investimento, caso se concretizem as expectativas de modernização do ambiente econômico e de retomada do desenvolvimento. Contudo, a despeito do crescimento esperado do mercado, os analistas consideram que persistirá o movimento de concentração: "quem não tiver escala para distribuir seus produtos a baixo custo e com qualidade não conseguirá sobreviver. Calcula-se que exista espaço para três ou quatro grandes bancos privados, com rede nacional de agências, sete ou oito com cobertura regional, com concentração na região sudeste, e de quinze a vinte bancos especializados nos mais diversos segmentos do mercado".⁴⁹

Desde a edição do Plano Real até dezembro de 1997, cerca de cinquenta bancos desapareceram. Desse total, cerca de 45 foram liquidados ou sofreram intervenção do Banco Central (ver Quadro 6) e os restantes foram adquiridos por outras instituições nacionais ou estrangeiras. Porém, ainda existem mais de duzentos bancos em atividade no sistema bancário, dentre os quais nove instituições privadas que disputam o mercado de varejo: Bradesco, Itaú, Unibanco, Real, Safra, Mercantil, Excel-Econômico (em processo de aquisição pelo BBV), além dos estrangeiros HSBC e Santander. Isso significa que ainda deverá ocorrer enxugamento do sistema.

QUADRO 6
BRASIL

BANCOS LIQUIDADOS, SOB INTERVENÇÃO OU EM REGIME DE ADMINISTRAÇÃO ESPECIAL TEMPORÁRIA (JULHO DE 1994 A DEZEMBRO DE 1997)

TIPO DE BANCO	NÚMERO DE INSTITUIÇÕES LIQUIDADAS, SOB INTERVENÇÃO OU EM RAET
Banco de Investimento	1
Banco Comercial Privado Nacional	4
Banco Comercial Público Estadual	3
Banco Múltiplo Nacional com Participação Estrangeira	2
Banco Múltiplo Privado Nacional	28
Banco Múltiplo Público Estadual	4
TOTAL	45

Fonte: Barros, Loyola e Bogdanski (1998, p. 11).

(49) Material de entrevista.

Essa visão de que o número de instituições é excessivo, devendo, portanto, ser reduzido a partir da absorção das instituições mais vulneráveis por aquelas mais aptas a funcionar em um ambiente de estabilidade econômica, é compartilhada pelas autoridades governamentais brasileiras. Estas têm procurado influenciar de forma ativa o redesenho do sistema financeiro nacional, utilizando ampla gama de instrumentos de política financeira que incentivam o processo de fusão e absorção de instituições bancárias por entidades nacionais e estrangeiras, bem como a privatização (ou extinção) dos bancos públicos estaduais. Esse conjunto de instrumentos, inclui, dentre outros, a concessão de incentivos fiscais para os gastos com reestruturação administrativa e tecnológica, a exigência de enquadramento das instituições aos princípios do Acordo da Basiléia – o qual define que o capital mínimo dos bancos deve ser equivalente a 8% dos ativos ponderados pelos riscos, elevado pelo CMN a 10% em junho de 1997 e, posteriormente, para 11% em novembro do mesmo ano –, a linha especial de financiamento no âmbito do Proer e a criação de um programa de ajuste para os bancos estaduais (Proes). Este destina-se ao saneamento das instituições públicas para fins de privatização.⁵⁰

Nos Quadros 7 e 8 são listadas as transações de fusões, de aquisição e de transferência de controle acionário efetuadas desde a introdução do Plano Real. Apenas algumas dessas operações foram feitas com os recursos do Proer. A grande maioria foi realizada com recursos próprios das instituições privadas, nacionais e estrangeiras.

QUADRO 7
BRASIL
VENDA DE BANCOS COM RECURSOS DO PROER

REGIME	OPERAÇÃO
Bancos sob Intervenção	Comprador de Parcela dos Ativos e Passivos
Banco Econômico	Banco Excel e Caixa Econômica Federal ^a
Banco Nacional	Unibanco
Banco Mercantil de Pernambuco	Banco Rural
Banco Banorte	Banco Bandeirantes e Caixa Econômica Federal ^a
Banco Bamerindus	Hong Kong Shanghai Banking Corporation, Caixa Econômica Federal ^a e Banco do Brasil
Bancos que Não Estavam sob Intervenção	Transferência do Controle Acionário
Banco United	Banco Antônio Queiroz
Banco Martinelli	Banco Pontual

Fonte: Barros e Almeida Jr. (1997, p. 12).

Nota:

(a) Apenas a carteira imobiliária. Posteriormente, o HSBC decidiu adquirir a antiga carteira imobiliária do Bamerindus.

(50) Sobre esse ponto, ver Barros e Almeida Jr. (1996 e 1997), e Barros, Loyola e Bogdanski (1998).

QUADRO 8

BRASIL

TRANSFERÊNCIA DE CONTROLE ACIONÁRIO E INCORPORAÇÃO DE BANCOS APÓS O PLANO REAL SEM UTILIZAÇÃO DE RECURSOS DO PROER (JULHO DE 1994 A MAIO DE 1998)

NATUREZA	INSTITUIÇÃO	COMPRADOR/PARCEIRO
Transferência de Controle Acionário	Banco Crefisul	Banco Itamarati
	Mil Banco	Socimer
	Banco de Investimento Planibanc	n.d.
	Banco BCN Barclays S.A.	Barclays Bank e associados
	Banco Francês e Brasileiro	Banco Itaú
	BFB Banco de Investimento	Banco Itaú
	Continental Banco AS	Banco Pontual
	Banco Grande Rio	Deutsche-Sudam. Bank (Dresdner Group)
	Banco Sogeral	Société Générale
	Banco Fininvest	Banco Icatu
	Banco Itabanco	BCN
	ABC Roma	Arab Banking Corporation
	BCN Barclay	Galícia
	Múltiplic	Lloyds Bank
	Banco Português do Atlântico	Wachovia
	Banerj	Banco Itaú
	Banco Geral do Comércio	Sanlander
	Banco Noroeste	Sanlander
	Credireal	BCN
	Banco Fenícia	AIG Consumer Finance Group
	BCN	Bradesco
	Banco Liberal	NationsBank
	Banco Graphus	Robert Fleming Holding
	Brascan	Mellon Bank
	Banco Mappin	General Electric Capital Service
	Banco Bandeirantes	Caixa Geral de Depósito
	Excel-Económico	Bilbao Viscaya ^a
	Banco Garantia	CS First Boston ^a
	Banco Boavista	Banco Inter-Atlântico
	Banco Fonte	Banco Cidam
	Incorporações e Fusões	Banco Batistella
Banco Mercador		Banco Crediplan
Banco Segmento		Banco Lavra
Banco Itamarati		Banco BCN
Banco SRL		American Express
Banco Dibens		Unibanco
Barclays Bank		Galícia
América do Sul	Sudameris do Brasil	
BANCOS EM REGIME DE INTERVENÇÃO OU LIQUIDAÇÃO EXTRAJUDICIAL		
Venda de Parcela de Ativos e Passivos	Banco Comercial de São Paulo Banco Colúmbia	BNP Banco Ford

Fontes: Freitas (1997a) e Gazeta Mercantil (vários números).

Nota:

(a) Transações ainda não totalmente concretizadas.

Obs.: n.d. = informação não-disponível.

As medidas de política financeira adotadas pelo governo com vistas à consolidação do sistema financeiro nacional contribuem, sem dúvida, para estimular as fusões e as absorções. Em particular, as dificuldades de adequação às exigências de capital previsto no Acordo da Basileia vêm obrigando várias instituições a buscar novas parcerias. Contudo, o processo de reestruturação do sistema financeiro brasileiro não é exclusivamente ditado por dificuldades financeiras.

Os bancos são instituições ativas que definem suas estratégias de ação com o propósito de ampliar suas vantagens em relação a seus concorrentes. A absorção de outras instituições é, portanto, uma das armas utilizadas no processo contínuo de busca de vantagens competitivas que resultem em maior poder de mercado e em ganhos extraordinários. Todavia, a estratégia de absorção dos concorrentes nem sempre se traduz em sucesso e em sinergias positivas. No Brasil, no período recente, existem inúmeros exemplos de experiências malsucedidas, dentre os quais o da compra do Econômico pelo Excel, do Credireal pelo Bemge, do Banorte pelo Banco Bandeirantes.

No quadro atual de adaptação ao novo ambiente macroeconômico de baixa inflação, as instituições mais frágeis estão sucumbindo às pressões de seus rivais e tornando-se objeto de disputa entre as instituições mais agressivas, que pretendem ampliar suas bases de atuação. Não é impossível, entretanto, que, do mesmo modo, instituições 'saudáveis', cujos proprietários decidem pela busca da valorização do seu capital em outro ramo de atividade, adotem a estratégia de saída do mercado em condições favoráveis. Esse parece ter sido o caso do Banco Noroeste, cujos proprietários venderam o controle do capital da instituição para o banco espanhol Santander.

Nesse mesmo sentido pode ser interpretado o anúncio, no início do mês de setembro de 1997, de *joint venture* entre o America Express Bank e o Banco SRL, especializado no segmento de atacado. O novo banco que surgiu dessa associação, Banco Inter-America Express, pretende crescer na administração de recursos de terceiros, entrar na área de crédito ao consumidor e operar no atacado com operações de securitização de recebíveis, de todos os tipos. A associação com o American Express, nome bem conhecido no Brasil em virtude de sua presença no segmento de cartão de crédito, representa, na avaliação dos proprietários do antigo Banco SRL – que conservaram o controle acionário da nova instituição –, importante vantagem competitiva em relação aos bancos estrangeiros recém-chegados (Bittencourt, 1997b).

A abertura do sistema financeiro brasileiro está promovendo ampla revisão das estratégias concorrenciais não apenas dos bancos nacionais, como também dos bancos estrangeiros presentes no país. A entrada de novos concorrentes e a ampliação dos bancos estrangeiros já em atividade deverão provocar a redefinição das estratégias concorrenciais dos grandes bancos varejistas e, também, dos bancos que atuam no mercado de atacado, realizando operações com as multinacionais e as grandes empresas nacionais exportadoras.

O mercado brasileiro de varejo deverá transformar-se, nos próximos anos, em palco de disputa acirrada entre os bancos participantes, sejam eles nacionais ou es-

trangeiros. Nesse segmento, em que o conhecimento das peculiaridades do mercado local é muito importante, os bancos estrangeiros que dispõem de maior poderio financeiro devem forçar a modernização e a reestruturação das instituições, mas dificilmente conseguirão expulsar os bancos tradicionais, como o Bradesco, o Itaú e o Unibanco. Por sua vez, estes têm procurado fortalecer suas posições, adquirindo outras instituições. O Bradesco comprou o BCN, que enfrentava dificuldades após a aquisição do Credíreal, enquanto o Itaú arrematou o Banerj e o Bemge, nos respectivos leilões de privatização. Além do Banco Nacional, o Unibanco adquiriu o Banco Dibens, especializado no financiamento, consórcio, *leasing* financeiro e operacional de veículos leves e pesados.

O Itaú realizou também uma associação com o Bankers Trust, adotando uma estratégia defensiva de sobrevivência em um mercado que exige capacidade de atuação global, como é o caso do segmento bancário de investimento. Para não perder espaço, o Itaú optou pela parceria, que é vantajosa para ambas as instituições, pois alia o conhecimento local da instituição brasileira à experiência do banco americano no mercado internacional de capitais.

Igualmente, é esperado que esses bancos participem dos leilões de privatização do Banespa. Mas, como a privatização dos bancos públicos é importante via de acesso para os bancos estrangeiros que querem entrar no mercado brasileiro e/ou ampliar a presença, os bancos nacionais vão, certamente, enfrentar competidores importantes.

No mercado de atacado, em particular no segmento de banco de investimento, cada vez mais dominado por bancos globais, os bancos brasileiros vão precisar associar-se com bancos estrangeiros para não serem expulsos do mercado. Todavia, existe para esses bancos a alternativa de se transformarem em 'butiques' especializadas em negócios locais e regionais, que não são atendidos pelos grandes bancos oferecendo um serviço personalizado para seus clientes (*taylor-made*).

Enquanto algumas instituições de atacado escolhem a especialização, outras, como o Bozano Simonsen, apostam na diversificação. Esse banco, que adquiriu o Meridional em disputado leilão, do qual participou o grande banco de investimento americano Goldman Sachs, pretende ampliar suas atividades no varejo. Na área de finanças corporativas, o banco optou pela criação de canais próprios no estrangeiro, mediante a instalação de filiais em Nova Iorque, Londres, Hong Kong, Genebra e Miami (Mesquita, 1998). Em maio de 1998, esse banco deu mais um passo rumo à sua internacionalização, estabelecendo um acordo de cooperação comercial com o japonês Sakura Bank, do grupo Mitsui (Luane, 1998c).

A entrada do HSBC e o avanço do Santander devem também implicar um reposicionamento dos bancos estrangeiros já com significativa atuação no país. Porém, essas instituições levam vantagens em relação aos novos bancos, os quais enfrentam as dificuldades inerentes ao processo de reordenamento institucional resultante das aquisições e absorções. Em geral, a reorganização é um processo lento, demorado e complexo, pois o choque de culturas é muito forte. Ademais, o relativo desconhecimento dos recém-chegados acerca das peculiaridades da economia e sociedade brasileira constitui empecilho adicional para um rápido avanço sobre as posições dos

rivais, conferindo-lhes o tempo necessário para revisão das estratégias e construções de novas vantagens competitivas.

Exemplos nesse sentido são fornecidos pelos bancos americanos, Citibank e BankBoston, que preparam a expansão de suas redes de agências. Embora possuam intenções coincidentes no que se refere à ampliação da rede bancária, esses dois importantes bancos definem estratégias distintas tanto para defesa como para conquista de posições no mercado brasileiro.

O BankBoston pretende atuar numa faixa de varejo mais seletiva, com clientes com faixa de renda mensal acima de US\$ 4 mil, embora almeje triplicar o número de clientes em quatro anos, passando dos atuais 70 mil para 200 mil. Outro foco de interesse do BankBoston é o crédito direto ao consumidor, com ênfase no financiamento de aquisição de veículos, realizado através da financeira do grupo, criada em maio de 1997. Ainda em 1997, foi inaugurado o Boston Direct, banco virtual criado exclusivamente para investimentos, funcionando 24 horas por dia. A experiência brasileira aproveitou o *know-how* do modelo desenvolvido pela matriz americana. Esse banco planeja igualmente ampliar sua carteira de *private banking*, a qual já administra recursos da ordem de US\$ 1,3 bilhão (Lucca, 1998b).

O Citibank, ao contrário, pretende ampliar o número de clientes, reduzindo sua exigência de renda mínima de R\$ 2,5 mil mensais para R\$ 2 mil mensais. A mesma estratégia será adotada para a área de pessoas jurídicas, ampliando o atendimento para empresas com faturamento anual acima de US\$ 5 milhões (atualmente restrito a empresas com faturamento superior a US\$ 25 milhões). Embora o Citibank não tenha feito até o momento nenhum movimento concreto para colocar-se em condições de disputar o varejo brasileiro, é provável que algo ocorra nesse sentido, já que a atuação destacada no varejo faz parte da estratégia global do banco (Bream, 1998).

A conquista do mercado de varejo brasileiro também é o objetivo do Santander. Várias iniciativas têm sido tomadas com esse intuito: atendimento diferenciado, de acordo com o tipo de cliente; simplificação do procedimento de abertura de conta, com a utilização de um formulário único, que exige menor número de assinaturas do cliente; atendimento pessoal nos caixas eletrônicos, com o objetivo de aumentar a utilização desse tipo de atendimento; e aprimoramento e difusão do serviço de banco eletrônico.

Além de querer consolidar-se no segmento de varejo, o banco espanhol elegeu o mercado de custódia de fundos de investimento como uma das prioridades no Brasil. O banco já tem sete clientes que somam um patrimônio de R\$ 500 milhões, montante bastante modesto quando comparado com os investimentos sob a custódia da matriz na Espanha (US\$ 55 bilhões). Esse mercado é atualmente dominado pelo Banco Itaú, que efetua a custódia não apenas de fundos, mas também de outros ativos (Mainenti, 1998).

O HSBC, que pela aquisição do Bamerindus conquistou posição importante no mercado bancário brasileiro, tem como projeto utilizar no país diferentes marcas, dependendo das características de cada segmento de mercado. A marca HSBC será utilizada em mercados mais sofisticados (interbancário, investidores institucionais, pessoa jurídica e pessoa física de alta renda), e a marca HSBC Bamerindus será

mantida no varejo, cujos clientes atuais não demandam produtos mais complexos. Com o objetivo de efetuar um *up-grading* na base de clientes, ou seja, buscar uma clientela de renda mais elevada, já foram abertas 25 agências sem a marca Bamerindus. Desse modo, pretende consolidar uma imagem de banco estrangeiro moderno, com padrões éticos e de transparência.

Nem todos os bancos estrangeiros presentes no Brasil pretendem atuar no segmento de varejo. Embora sejam grandes varejistas em seus países de origem, alguns desses bancos adotam estratégias diferentes na sua base doméstica e no resto do mundo, onde atuam como banco de negócios. Esse é o caso do ING, que se expandiu no Brasil a partir de uma base de clientes, constituída essencialmente por empresas multinacionais, que demandavam apoio no financiamento do comércio exterior. A estratégia de expansão desse grande banco holandês em mercados emergentes, como o brasileiro, tem seguido em compasso com a reestruturação econômica desses países. Assim, além de identificar oportunidades de negócios, o banco representa e assessora clientes interessados no processo de privatização do setor de infraestrutura econômica, principalmente telecomunicações, energia elétrica e água. Também realiza operações de empréstimo-ponte e de subscrição de ações, transações que exigem suporte da matriz e capacidade de levantar recursos no mercado internacional.

Outros bancos, como o Chase e o Lloyds, têm reduzido sua ação na área de varejo. O Lloyds, por exemplo, decidiu sair do segmento de varejo no Brasil, há cinco anos, desativando uma série de produtos e serviços, como conta corrente, cobrança, cartão de crédito. O foco da instituição foi direcionado para o atacado, concentrando-se em operações mais complexas, que requerem engenharia financeira. O banco passou a trabalhar com grupo de clientes selecionados e produtos mais especializados. Basicamente, atua em três linhas de negócio: atacado, administração de recurso e crédito direto ao consumidor. Essas duas últimas são realizadas por empresas separadas: a Lloyds Asset Management (LAM) e a financeira Losango, da qual adquiriu o controle integral com a compra do Multiplic. Desde 1996, o banco tem procurado trocar receitas provenientes de juros por comissões. Nesse sentido, passou a priorizar o *trading* de ativos e a trabalhar em parceria com outras instituições, efetuando sindicalização de empréstimos e/ou venda posterior de parte da operação. Também presta serviço nos financiamentos de comércio exterior, mediante a emissão de títulos financeiros que podem ser comercializados.

TENDÊNCIAS E PERSPECTIVAS

O sistema financeiro brasileiro apresenta forte potencial de crescimento tanto no que se refere à intermediação financeira tradicional, dado que os bancos que operam no mercado de crédito partem de uma situação de baixa alavancagem, quanto na oferta de serviços bancários, tais como administração de portfólio, custódia e emissão de títulos, custódia de ações etc. Existe igualmente a tendência de que a busca de novas estratégias e 'nichos' de mercado se intensifique à medida que se consolidem

as expectativas de uma estabilização durável e irreversível da economia brasileira. Nesse quadro, a participação estrangeira no sistema financeiro também deverá continuar aumentando, em virtude do potencial de crescimento e lucratividade que o sistema financeiro doméstico oferece.

O processo de reestruturação do sistema financeiro associado à abertura ao capital externo e à adaptação das instituições ao ambiente econômico de baixa inflação está longe do seu término. O movimento em curso não permite interpretações definitivas; ao contrário, suscita inúmeras questões sobre a configuração do sistema financeiro nacional, a melhoria na qualidade dos serviços bancários, a definição de um padrão de financiamento para a economia brasileira, com o necessário alongamento dos prazos das aplicações financeiras e das operações de crédito.

A abertura do sistema financeiro ao capital externo não se traduzirá necessariamente em melhoria da qualidade dos serviços bancários prestados à população. É possível que as grandes empresas e os segmentos de renda elevada se beneficiem, uma vez que têm condições de negociar tarifas e comissões e exigir tratamento diferenciado. Mas a grande maioria que não demanda produtos financeiros mais sofisticados dificilmente conseguirá escapar das longas filas e das altas tarifas. Mesmo porque não é possível mudar de banco com a mesma facilidade com que se troca a marca de um produto de consumo.

Portanto, sem uma profunda reformulação na política macroeconômica e, em particular, sem a definição de uma política financeira que priorize o longo prazo, não surgirão mecanismos para financiar o desenvolvimento. No Brasil, onde já estavam presentes importantes bancos estrangeiros de distintas procedências, o sistema financeiro privado jamais se envolveu na concessão de financiamento de longo prazo para as empresas produtivas, exceto como repassadores de capital de empréstimo externo ou de recursos das agências oficiais de fomento. A entrada de novas instituições financeiras estrangeiras não irá, por si só, resolver esse problema.

Os bancos, como todos os outros agentes econômicos, possuem preferência pela liquidez e expectativas em relação ao futuro, que norteiam as estratégias traçadas em suas buscas incessantes de valorização. Como o desejo dos bancos em se manterem líquidos depende de suas considerações otimistas ou pessimistas sobre o estado dos negócios ao longo do ciclo econômico, é possível que, em certas circunstâncias, eles decidam racionar o crédito, refreando o crescimento econômico ou mesmo conduzindo à regressão da produção e dos investimentos. De igual modo, eles podem decidir privilegiar o aumento da circulação financeira, financiando os agentes especuladores ou suas próprias atividades especulativas.

Tal comportamento ficou evidenciado recentemente no episódio da desvalorização do real, em janeiro de 1999. Segundo dados divulgados pela Gazeta Mercantil, a desvalorização do real proporcionou ao sistema bancário brasileiro, e em especial aos bancos estrangeiros presentes no país, lucros – apenas no mês de janeiro – várias vezes superiores aos obtidos ao longo de 1998 (Carvalho, 1999, p. B-1).

O crescimento da dívida pública, em razão da necessidade de esterilização do influxo de capitais estrangeiros e de sua própria rolagem, permanece como fonte de ganhos expressivos para as instituições financeiras, nacionais e estrangeiras. Igual-

mente, a própria política de juros elevados constitui desestímulo à retomada dos investimentos e do crescimento. A persistir esse quadro, será difícil que o tão esperado financiamento de longo prazo se torne realidade.

Além disso, algumas atividades econômicas apresentam certas características, em termos de risco e de retorno, que dificultam o financiamento do investimento, seja no mercado de capitais, seja no mercado de crédito. Esse é o caso, por exemplo, dos investimentos em infra-estrutura ou em novas tecnologias. São projetos de alto risco ou longo prazo de maturação, baixa rentabilidade ou retorno de longo prazo, exigindo uma fonte de *financing* especial ou esquemas institucionais de garantia. As dificuldades de financiamento desses setores e atividades foram solucionadas, em vários países, com a criação de subsistemas especiais de crédito, em geral desconectados dos mercados financeiros 'livres', no que se refere às taxas ativas praticadas. Tais condições ainda não se alteraram, a despeito das intensas transformações por que tem passado a atividade financeira em âmbito mundial.

Assim, é fundamental avançar na elaboração de propostas com vistas a redefinir os papéis desempenhados por instituições públicas e privadas na concessão do crédito, bem como a promover a criação de novos instrumentos financeiros, que estimulem o alongamento dos prazos dos financiamentos e o direcionamento do crédito para os setores prioritários.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADACHI, Vanessa

1997 Estrangeiros avançam no setor bancário. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 28 de set. p. 2-1 e 2-2.

AGLIETTA, Michel

1995 *Macroéconomie financière*. Paris : Éditions la Découverte.

ALENCAR, Soraya

1997 Santander pagará pedágio de US\$ 25 milhões ao BC. *O Estado de S. Paulo*, São Paulo, 19 de ago., p. B-14.

ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de ; FREITAS, Maria Cristina Penido

1998 *A Regulamentação do sistema financeiro*. Campinas : Unicamp/IE (Texto de Discussão, 62).

ANDIMA

1997 *Sinopse Andima*. São Paulo : Associação Brasileira de Mercado Aberto. Vários números.

BAER, Monica

1983 *La Internacionalización financiera en Brasil*. Buenos Aires : CET/IPAL.

BANCO CENTRAL

- 1996 *Investimento e reinvestimento estrangeiro no Brasil*. Brasília Banco Central do Brasil. Separata.
- 1997 *Bancos estrangeiros com representação no Brasil*. Brasília: Banco Central do Brasil.

BANKER, THE

- 1993 The top 1000. *The Banker*, London, n. 809, July.
- 1996 The top 1000 world banks. *The Banker*, London, n. 845, July.
- 1997 Top 1000. *The Banker*, London, n. 857, July.
- 1998 Top 50 global banks. *The Banker*, London, n. 864, p. 40-42, Feb.

BARROS, José Roberto Mendonça ; ALMEIDA JR., M. F.

- 1996 *A Reestruturação do sistema financeiro no Brasil*. Brasília Ministério da Fazenda, mimeo.
- 1997 *Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil*. Brasília Ministério da Fazenda, mimeo.

BARROS, José Roberto Mendonça ; LOYOLA, Gustavo ; BOGDANSKI, Joel

- 1998 *Reestruturação do setor financeiro*. Brasília : Ministério da Fazenda, mimeo.

BARTOT, I. ; CARVALHO, M. C.

- 1997 BC exige consulta de estrangeiros. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 de set., p. B-2.

BASLE COMMITTEE on Banking Supervision

- 1997 *Core principles for effective banking supervision*. Basle: Bank for International Settlements. Apr.

BAUTZER, Tatiana

- 1997 BNP inaugura subsidiária no País. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 12 de nov., p. B-13.

BEVILAQUA, Afonso S.

- 1997 *O Comércio internacional de serviços financeiros e o Brasil*. Brasília : Ministério das Relações Exteriores. Projeto MRE/BID (Relatório de Pesquisa).

BIS – Bank for International Settlements

- 1996 *66th Annual report*. Basle. June.
- 1997 *67th Annual report*. Basle. June.

BITTENCOURT, Getúlio

1997a Merrill Lynch abre banco múltiplo no Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 20 de maio, p. B-8.

1997b Americam Express faz *joint venture* com o SRL. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 3 de set., p. B-3.

BLANDEN, Michael

1997 Can the risks be seen? *The Banker*, London, n. 855, p. 32-37, May.

BLOMMESTEIN, H. J.

1995 Structural changes in financial markets: overview of trends and prospects
In: THE FINANCIAL landscape: forces shaping the revolution in banking, risk management and capital markets. Paris : OECD, p. 9-47.

BORGES, Cristina ; LUANE, Kátia

1997 Patrimônio líquido negativo apressou as negociações. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 4 de set., p. A-1 e B-3.

BORIO, E. V. ; FILOSA, R.

1995 The Changing borders of banking: trends and implications. *In: THE FINANCIAL landscape: forces shaping the revolution in banking, risk management and capital markets.* Paris : OECD, p. 49-95.

BREAM, Rebecca

1998 The Battle for the high street. *Euromoney*, London, p. 158-160, Feb.

CAMPELO JR., Aloísio

1997 Os Bancos que mais crescem. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro v. 51, n. 12, p. 33-40, dez.

CAMPO, Sueli

1997 Banco Fenícia é vendido para grupo americano. *O Estado de S. Paulo*, São Paulo, 4 de set., p. B-14.

CAPARELLI, E.

1998 Por um punhado de dólares. *Isto É Dinheiro*, São Paulo, 25 de mar.

CARVALHO, Carlos Eduardo

1995 *Bancos e inflação no Brasil: comentários depois do Plano Real.* São Paulo: Fundap/Instituto de Economia do Setor Público, mimeo.

CARVALHO, M. Christina de

1996 Banco externo queixa-se de barreira. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 4 de fev.

CARVALHO, M. Christina de

- 1997a Santander investiu US\$ 3,4 bi na A.L. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 2 de jul., p. B-6.
- 1997b Ainda longe do padrão internacional de eficiência. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 de jul., p. B-18.
- 1997c As Faces da globalização no Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 de ago., p. A-3.
- 1997d Estrangeiros dominam 16,6% do mercado brasileiro. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 22 de set., p. B-1.
- 1997e Wachovia compra banco no Brasil para operar no Mercosul. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 8 de dez., p. B-3.
- 1998a HSBC Bamerindus prepara-se para crescer. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 de fev., p. B-2.
- 1998b Goldman Sachs quer ampliar ação no Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 3 de mar., p. B-2.
- 1998c BBV pagará R\$ 500 mi pelo Excel. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 30 de abr., p. B-6.
- 1999 Bancos lucram em janeiro além do esperado. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 3 de mar., p. B-1.

CARVALHO, M. Christina de ; RODRIGUES, Cleide S.

- 1997 Venda do Banespa será beneficiada pela demanda. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 25 de nov., p. B-3.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo

- 1997 *As Transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)*. Campinas Tese de (Doutoramento), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.

CONGER, Lucy

- 1998 Santander's Latin America crusade. *Institutional Investor*, New York., v. 23, n. 1, p. 35-42, Jan.

COSTA, A. J.

- 1994 Capital estrangeiro no Brasil: 1987/1994. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 19, n. 47, p. 43-84.

DANTAS, Fernando

1996 Mercado brasileiro atrai os três maiores bancos da Holanda. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 18 de nov., p. A-5.

1997 Abertura chega ao varejo bancário. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 de mar., p. A-1 e B-2.

ECONOMIST, THE

1997a Europe's fund phobia. *The Economist*, London, v. 346, n. 8061, Mar., 29th, p. 75-76.

1997b Fools' gold. *The Economist*, London, v. 345, n. 8047, Dec., 13th, p. 61-63.

1998a The Lloyds money machine. *The Economist*, London, v. 346, n. 8051, Jan., 17th, p. 65-66.

1998b Europe's lovesick bankers. *The Economist*, London, v. 346, n. 8050, Jan., 10th, p. 61-62.

1998c J. P. Morgan's uncertain future. *The Economist*, London, v. 346, n. 8055, Feb., 14th, p. 71-72.

EUROMONEY

1997 Awards for excellence. *Euromoney*, London, p. 69-118, July.

FAIRLAMB, David

1995 Can anyone get globalization right. *Institutional Investor*, New York, v. 20, n. 8, p. 15, Aug.

1997 Succeeding Sir Willie. *Institutional Investor*, New York, v. 22, n. 6, p. 65-76, June.

FEBRABAN

1997 *Dados gerais do sistema financeiro*. São Paulo : Federação Brasileira das Associações de Bancos.

1998a *Dados gerais do sistema financeiro*. São Paulo : Federação Brasileira das Associações de Bancos.

1998b *Ranking por ativo total*. São Paulo : Federação Brasileira das Associações de Bancos, abril.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal ; FREITAS, Maria Cristina Penido

1990 *O Mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80*. São Paulo : Fundap/lesp (Estudos de Economia do Setor Público, nº 1).

FERREIRA, Carlos Kawall Leal; FREITAS, Maria Cristina Penido ; SCHWARTZ, G.

1992 *Reordenamento institucional do sistema financeiro no Brasil: um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/lesp. Relatório Final do Projeto O Formato

Institucional do Sistema Monetário e Financeiro: um estudo comparado, mimeo.

FORTUNATI, José

1992 *Projeto de Lei Complementar nº 117*. Brasília : Câmara dos Deputados.

FREITAS, Maria Cristina Penido

1989 *Bancos brasileiros no exterior* expansão, crise e ajustamento. Campinas. Dissertação de (Mestrado), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.

1997a *Política financeira e fragilidade bancária*. São Paulo : Fundap/lesp. Texto elaborado no âmbito do projeto Gestão Estatal no Brasil: o Plano Real, out., mimeo.

1997b *Concurrence bancaire, spéculation et instabilité financière: une lecture hétérodoxe de l'évolution récente du système financier international*. Villeta-neuse. Tese de (Doutoramento), Université de Paris XIII/U.F.R. de Sciences Economiques et Gestion.

FUCS, José

1994a O Brasil entra no mapa. *Exame*, São Paulo, ano 26, n. 7, 30 de mar., p. 53-58.

1994b Nada como ter as costas quentes. *Exame*, São Paulo, ano 26, n. 18, 31 de ago., p. 94-96.

1994c Os Gringos estão desembarcando. *Exame*, São Paulo, ano 26, n. 18, 31 de ago., p.113-114.

1995 Nem tanto ao mar nem tanto à terra. *Exame*, São Paulo, ano 27, n. 6, 15 de mar., p. 28-29.

1997a O Intruso. *Exame*, São Paulo, ano 30, n. 10, 21 de maio, p. 54-61.

1997b Olé! El Santander entrou na tourada. *Exame*, São Paulo, ano 30, n. 19, 10 de set., p. 12-14.

1998a O Céu é o limite: os bancos estrangeiros conquistam um espaço sem precedentes e dificultam o jogo para seus rivais no país. *Exame*, São Paulo, ano 31, n. 2, 14 de jan., p. 48-57.

1998b Até onde o Nations pretende ir? *Exame*, São Paulo, ano 31, n. 6, 11 de mar., p. 48-49.

FUCS, José ; CASTANHEIRA, Joaquim

1995 A Tropa de elite dos cifrões chegou. *Exame*, São Paulo, ano 27, n. 18, 30 de ago., p. 38-39.

GAMEZ, Milton

1998a O Ataque do Santander. *Isto é Dinheiro*, n. 30, São Paulo, 25 de mar., p. 84 -87.

1998b Onde vai parar o Excel?. *Isto é Dinheiro*, n. 36, São Paulo, 6 de mar., p. 82 -83.

GAZALI, J. ; NOGUEIRA, A. P.

1997 Grupo português compra Boavista. *O Estado de S. Paulo*, São Paulo, 3 de set., p. B-10.

GAZETA MERCANTIL

1995 *Balanço Anual*. São Paulo: Gazeta Mercantil, ano XIX, n. 19, out.

1996 *Balanço Anual*. São Paulo: Gazeta Mercantil, ano XX, n. 20, out.

1997 *Balanço Anual*. São Paulo: Gazeta Mercantil, ano XXI, n. 21, out.

1998 BBV resgata os escombros do Econômico. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 30 de abr., p. B-6.

GOLDESTEIN, Morris ; TURNER, Philip

1996 *Banking crisis in emerging economies: origins and policy options*. Basle: Bank for International Settlements (BIS Economic Paper, 46). October.

GOODHART, Charles

1989 *Money, information and uncertainty*. London : Mac-Millan.

IRVINE, Steven

1997 The Power behind HSBC. *Euromoney*, London, p. 44-50, feb.

1998 Caught with their pants down. *Euromoney*, London, p. 51-53, jan.

JACK, Andrew

1997 By the left, start, stop. *The Banker*, London, p. 31-32, july.

JORGE, D. ; PAIVA, P.

1998 Leilão do Bemge atrai seis instituições. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 15 de maio, p. B-1.

KEYNES, John M.

1931 The Consequences to the banks of the collapse of money value. In : _____ . 1973. *Essays in Persuasion*. London : Macmillan/Royal Economic Society (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 9).

LAVORATTI, Liliana E.

1997 BC autoriza entrada de três bancos no País. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 de nov., p. B-5.

- LAVAROTTI, Líliliana E. ; LUANE, Katia
1997 Mais bancos estrangeiros vão operar no Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 31 de out., p. B-7.
- LEE, Peters
1998 Korea stares into the abyss. *Euromoney*, London, p. 32-37, mar.
- LUANE, Katia
1998a Pactual quer fusão com o Garantia. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 30 de abr., p. B-3.
1998b Nations Bank adquire 51% do Liberal. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 de jan., p. A-1 e B-1.
1998c Bozano e Sakura Bank fazem acordo. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 25 de maio, p. B-6.
- LUCCA, Léa
1998a Participação estrangeira tende a crescer em 1998. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 de jan., p. B-1.
1998b Boston vai investir US\$ 50 milhões para duplicar a rede. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14 de jan., p. B-2.
- LUQUET, Mara
1995 Oppenheimer espera onda de aberturas de capital. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 21 de set., p. B-4.
- MADI, Maria Alejandra C. ; MELETI, Patrícia F. M.
1995 *Tendências estruturais dos bancos privados no Brasil: dinâmica da relação entre bancos e empresas não-financeiras (1990-1994)*. São Paulo : Fundap/Iesp (Texto para Discussão Iesp, 26).
- MAGALHÃES, Luciana
1997 Estratégia é ampliar área de administração de recursos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 20 de nov., p. B-7.
1998 SRL procura aumentar atuação no varejo. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 19 de jan., p. B-5.
- MAGALHÃES, Luciana ; CAMBA, D. ; IZAGUIRRE, M.
1998 Preço atrasa acerto final do Garantia. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14 de maio, p. A-1 e B-1.
- MAGALHÃES, Luciana ; CORRÊA, Fabiana
1998 Bancos mudam área de fundos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14 de jan., p. B-2.

MAINENTI, Mariana

1998 Santander elege área de custódia como prioridade. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 23-25 de fev., p. B-11.

MEDEIROS, Ricardo

1998 País terá mais três bancos estrangeiros. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 20-22 de fev., p. B-2.

MESQUITA, Rodrigo

1998 Bancos de investimento reagem para sobreviver. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 de fev., 1 e 2 de mar., p. B-1.

MINSKY, Hyman

1982 The Financial instability hypothesis : a restatement. In: _____. *Can "It" Happen Again?* New York : M. E. Sharpe, p. 90-116.

1986 *Stabilizing an unstable economy*. New Haven : Yale University Press.

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development

1992 *Nouveaux défis pour les banques*. Paris.

1994 *Bank profitability: financial statements of banks 1982-1992*. Paris.

1997a Bank profitability. *Financial Market Trends*, Paris, n. 68, p. 93-94, nov.

1997b Regulatory reform in the financial services industry. Where have we been? Where are we going? *Financial Market Trends*, Paris, n. 67, p. 31-96.

PASSOS, M. Helena

1998 Bem nascido. *Carta Capital*, São Paulo, ano III, n. 69, 18 de mar., p. 40-42.

PEREIRA FILHO, Artur

1997 HSBC Bamerindus marca a nova fase. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 28 de set., p. 2-12.

PINTO, Celso

1997 O Risco dos bancos externos. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 21 de dez., p. 1-15.

1998 O Caso do Bandeirantes. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 16 de jan., p. 1-9.

PLIHON, Dominique

1994 *Mouvement de capitaux et instabilité monétaire*. Paris : Banque de France (Cahier Economique et Monétaire, 43).

PRADO, M. C. ; CARVALHO, M. C. ; BALARIN, R.

1997 Bilbao será o maior estrangeiro. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27-28 de set., p. B-1.

READS, Tess

1998 Learning to love shareholders. *Euromoney*, London, p. 172-173, Feb.

RIBAS, Sílvio

1998 Concentração no varejo barra atuação de bancos estrangeiros. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 16 de mar., p. B-4.

ROCHA, Janes

1997 Operações de bancos externos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14 de jan., p. B-6.

RODRIGUES, Azelma

1997 Nations, Swiss e PSA entram no Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 13 de nov., p. A-1 e B-3.

TAREC, Marcelo

1998 A New start to Banespa. *Euromoney*, London, p. 57-60, mar.

SUMA ECONÔMICA

1997 Jeitinho brasileiro : artifício usado pelo governo permite uma invasão de bancos estrangeiros. *Suma Econômica*, São Paulo, p. 26-31, nov.

TAMER, Alberto

1998 Serviços financeiros. Abertura, agora, é sem recuo. *Revista Rumos*, Rio de Janeiro, ano 22, n. 146, p. 15.

VELOSO, Elaine ; CARVALHO, M. Christina

1997 Só bancos estaduais para os estrangeiros. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 25 de nov., p. A-1 e B-3.

VERGILI, Rodney

1995 Rabobank abre subsidiária no Brasil e empresta US\$ 1 bilhão. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 10 de ago., p. 2-3.

VESALA, Jukka

1995 Banking industry performance in Europe. In: *THE FINANCIAL landscape: forces shaping the revolution in banking, risk management and capital markets*. Paris : OECD, p. 97-165.

WARNER, Alison

1996 New world venture. *The Banker*, London, n. 848, p. 51-54, Oct.

1997 Madrid marches on. *The Banker*, London, n. 852, p. 32-33, Mar.

1998a Project activity hit by storms. *The Banker*, London, n. 864, p. 29-30, Feb.

1998b Asia fights to survive. *The Banker*, London, n. 864, p. 25-27, Feb.

WARNER, J.

1998 Mercado financeiro nunca mais será o mesmo. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 4 de abr., p. A-12.

WILNER, A.

1994 Eles agora são os donos da bola. *Exame*, São Paulo, ano 26, n. 11, 25 de maio, p. 60-62.

NEGOCIAÇÕES MULTILATERAIS E REGIONAIS SOBRE SERVIÇOS FINANCEIROS E SEU IMPACTO DOMÉSTICO

MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA

INTRODUÇÃO

Este artigo sumariza a participação do Brasil nas diferentes instâncias de negociações multilaterais e regionais sobre o comércio de serviços financeiros, quais sejam o Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços – *General Agreement on Trade in Services* (Gats) – que constitui um desdobramento da Rodada Uruguai (1986-93) do Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio – *General Agreement on Tariffs and Trade* (Gatt) –, o Mercado Comum do Sul (Mercosul, 1995-2005) e a Área de Livre-comércio das Américas (Alca, 1994-2005). A participação do Brasil nessas negociações baseia-se na noção de interdependência crescente dos mercados mundiais, sobretudo os financeiros. Trata-se, portanto, de viabilizar regras e princípios que disciplinem e tomem minimamente previsível a inserção financeira externa do país, bem como de estabelecer instâncias jurídicas e institucionais para recorrer-se em caso de litígio nas relações internacionais.

A integração crescente dos mercados financeiros decorre do processo de desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros domésticos, a partir dos movimentos desencadeados pelo governo Reagan (1980-84) nos Estados Unidos, e seu efeito-demonstração em escala mundial. Ademais, o próprio movimento internacional de capitais financeiros terminou forçando uma liberalização maior em termos mundiais, uma vez que o capital procura os mercados com menores restrições e controles. Isto é, a dinâmica da concorrência entre os capitais financeiros nacionais e

internacionais aprofundou o processo de desregulamentação e liberalização nos países desenvolvidos e em desenvolvimento (Freitas, 1997).

Assim, podemos apreender que a especificidade do atual processo de internacionalização, dentro do movimento permanente de internacionalização do capital, é a forma como se deu a globalização das finanças, viabilizada pelas políticas de desregulamentação dos mercados, liderada pelos Estados Unidos e alavancada pelo sistema de taxas de câmbio flutuante (transações com moedas). As finanças passaram a operar num 'espaço mundial', hierarquizado a partir do sistema financeiro americano e viabilizado pela política econômica daquele Estado hegemônico, imitada, de imediato, pelos demais países (Chesnais, 1996). A convergência absoluta entre os diferentes sistemas financeiros está longe de ser efetivada e de ser benéfica e incidente para a maioria dos países do mundo, porém pode ser observada "uma tendência à convergência – através de desregulamentações competitivas – entre os países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) no que se refere à estrutura regulatória dos sistemas financeiros", consolidando-se mercados sofisticados e abrangentes destinados à avaliação diária da massa de riqueza mobiliária (OECD, 1997, p. 40).

ACORDO GERAL SOBRE O COMÉRCIO DE SERVIÇOS

A necessidade de concluir a Rodada Uruguai de negociações no âmbito do Gatt, em 1993, levou à exclusão dos chamados 'novos temas' – serviços (financeiros, transportes marítimos e aéreos, telecomunicações), direitos de propriedade intelectual, novas tecnologias (informática), investimentos etc. Ou seja, esses temas deveriam ser objeto de novas negociações, uma vez que não fora possível chegar a um conjunto satisfatório de compromissos. Isso porque um dos princípios norteadores das negociações multilaterais de interesses econômicos divergentes é a busca de consenso entre os países membros. Na ausência de consenso, foram acertados cronogramas e grupos de negociação próprios nesses setores.

As ofertas sobre o comércio de serviços foram consolidadas no Gats, em 12/4/1994, quando a Ata Final da Rodada Uruguai foi assinada pelos países signatários, em Marrakesh (Marrocos). Estabeleceram-se princípios gerais e específicos para regular a atividade internacional de comércio de serviços, com vistas à sua expansão sob condições de transparência e liberalização progressiva.¹ Mais precisamente, o acordo constituiu-se de duas partes: a primeira com normas abrangentes; e a segunda, integrada por anexos, com regras específicas para alguns setores (transportes aéreos e marítimos, serviços financeiros e telecomunicações). Dessa forma, o Gats estabeleceu uma estrutura normativa e um mecanismo multilateral

(1) Terminaram as negociações sobre transporte marítimo, conforme decisão negociada ao final da Rodada Uruguai, em abril de 1996. As negociações sobre telecomunicações básicas foram concluídas em 15/2/1997, depois de terem fracassado em 30/6/1996, data limite estabelecida também ao final da Rodada Uruguai, em 1993 (Marconini, 1997, p. 54, nota 18).

para o comércio de serviços, ao mesmo tempo em que procurou compatibilizar essas regras com a necessidade de os diferentes países preservarem as condições de seus mercados internos.

As negociações sobre serviços financeiros (bancários, seguro e resseguro) iniciaram com a entrega das listas de compromissos ao fim da Rodada Uruguai (71 países, contando os membros da União Européia como um único país). Porém, os chamados países demandantes² por maior liberalização no setor de serviços financeiros – sobretudo os Estados Unidos, já que seu setor financeiro dispõe de maiores vantagens competitivas – não ficaram satisfeitos com as ofertas setoriais apresentadas. Assim, os Estados Unidos adotaram uma exceção geral à cláusula de nação mais favorecida, vedando o acesso dos demais países ao seu mercado de serviços bancários e de valores mobiliários. Nesses subsetores, o compromisso de liberalização por parte dos Estados Unidos ficou condicionado à reciprocidade por parte dos outros países, que guiraram tal posição ou modificaram suas ofertas. A fim de evitar o impasse, na união de Marrakesh em abril de 1994, acordou-se que as negociações seriam retomadas no primeiro semestre de 1995, quando os membros poderiam fazer modificações nas suas ofertas. O *Segundo Anexo sobre Serviços Financeiros* ao Gats permitiu que até 30/6/1995 os países melhorassem, modificassem ou retirassem, no todo ou em parte, os compromissos em serviços financeiros consignados em suas listas (Pellegrini, 1997).

Esse período adicional de negociações encerrou-se com a adesão de 76 países; o Brasil e outros 28 países, contando a União Européia como um único, apresentaram novas ofertas. A oferta brasileira retirava as restrições ao tratamento nacional constantes da oferta de 1993. Quanto ao acesso ao mercado doméstico, o país comprometeu-se a regulamentar a entrada de capital estrangeiro no setor, até dois anos após a regulamentação do artigo 192 da Constituição federal,³ dado o artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.⁴ Os Estados Unidos continuaram insa-

(2) Os principais demandantes são Estados Unidos, Japão, Suíça, Canadá e os países da União Européia

(3) O artigo 192 da Constituição, que trata *Do Sistema Financeiro Nacional*, estabelece que “o sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e a servir aos interesses da coletividade, será regulado em lei complementar, que disporá, inclusive, sobre: I – a autorização para o funcionamento das instituições financeiras, assegurada às instituições bancárias oficiais e privadas acesso a todos os instrumentos do mercado financeiro bancário, sendo vedada a essas instituições a participação em atividades não previstas na autorização de que trata este inciso; II – autorização e funcionamento dos estabelecimentos de seguro, previdência e capitalização, bem como do órgão oficial fiscalizador e do órgão oficial ressegurador; III – as condições para a participação do capital estrangeiro nas instituições a que se referem os incisos anteriores, tendo em vista, especialmente: a) os interesses nacionais; b) os acordos internacionais (...).”

(4) O artigo 52 do *Ato das Disposições Constitucionais Transitórias* estipula que “até que sejam fixadas as condições a que se refere o artigo 192, III, são vedados: I – a instalação, no país, de novas agências de instituições financeiras domiciliadas no exterior; II – o aumento do percentual de participação, no capital de instituições financeiras com sede no país, de pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior. Parágrafo único. A vedação a que se refere este artigo não se aplica às autorizações resultantes de acordos internacionais, de reciprocidade ou de interesse do governo brasileiro”.

tisfeitos com as ofertas apresentadas – pois elas permitiam que determinados países se beneficiassem do alto grau de liberalização proporcionado por outros – e retiraram sua melhor oferta, submetendo uma lista de compromissos com exceção ampla à cláusula de nação mais favorecida, cobrindo todas as atividades de serviços financeiros, inclusive aquelas do subsetor de seguros.

A solução para o impasse com os Estados Unidos partiu da União Européia, com auxílio do Japão, da Coreia do Sul e do Brasil. Tratava-se de convencer o maior número possível de países a manter suas melhores ofertas, negociadas nos dois anos anteriores e válidas até o final de 1997, quando seriam modificadas ou substituídas por novas ofertas resultantes de outra rodada de negociações a ser realizada durante o ano de 1997. Aceitaram esse acordo interino 32 países, inclusive o Brasil.

Após esse período adicional de negociações, em 12/12/1997 foi concluído o *Protocolo sobre os Serviços Financeiros*, então no âmbito da Organização Mundial do Comércio (OMC) (*World Trade Organization*), instituição que sucedeu ao Gatt a partir de janeiro de 1995, consolidando-se o acesso a mercados já existentes e proporcionando tratamento não-discriminatório às instituições financeiras já estabelecidas nos países membros. Além disso, em alguns países o acordo contemplou uma abertura adicional dos mercados de serviços financeiros à participação estrangeira.⁵ Segundo Bevilaqua (1997, p. 28), ainda que o acordo obtido possa ter ficado aquém do desejado, os resultados das negociações de serviços financeiros representaram conquista significativa para a OMC. Pela primeira vez num contexto multilateral, conseguiu-se negociar um conjunto mínimo de regras aplicado às atividades de comércio nesse setor.

O artigo I, parágrafo 3, inciso b, do Gats estabelece que o “acordo se aplica às medidas adotadas pelos Membros que afetem o comércio de serviços” e define que “o termo ‘serviços’ inclui qualquer serviço em qualquer setor, exceto aqueles prestados no exercício da autoridade governamental”. Portanto, não há nenhuma exclusão setorial e o acordo aplica-se a todos os setores de serviços, exceto os governamentais.

O artigo I, parágrafo 2, do Gats define também o comércio de serviços em termos dos chamados ‘modos de prestação’, de maneira a não excluir nenhuma forma de comercialização de serviços no âmbito do acordo. Os modos de prestação são quatro. O primeiro é o chamado modo transfronteiriço, em que o serviço prestado cruza a fronteira (serviços de transporte e de telecomunicações). O segundo modo de prestação requer o movimento do usuário para a jurisdição dos fornecedores de serviços, ou seja, ocorre mediante o consumo no exterior e envolve o movimento do

(5) África do Sul, Austrália, Bahrein, Bolívia, Brasil, Bulgária, Canadá, Chile, Chipre, Cingapura, Colômbia, União Européia (quinze membros), Coreia do Sul, Costa Rica, Equador, Egito, El Salvador, Eslovênia, Estados Unidos, Filipinas, Gana, Honduras, Hong Kong, China, Hungria, Islândia, Índia, Indonésia, Israel, Jamaica, Japão, Kuwait, Macau, Malásia, Malta, Ilhas Maurício, México, Nova Zelândia, Nicarágua, Nigéria, Noruega, Paquistão, Peru, Polónia, Quênia, República Dominicana, Eslováquia, República Checa, Romênia, Senegal, Sri Lanka, Suíça, Tailândia, Tunísia, Turquia, Uruguai e Venezuela.

usuário (e não do serviço) de seu território de origem para o território onde o serviço é prestado (o turismo é um exemplo clássico). O terceiro envolve a presença comercial na jurisdição dos usuários dos serviços e, portanto, requer movimento de capital do território de origem para o território receptor do investimento (o estabelecimento de um banco estrangeiro). O quarto modo de prestação efetua-se mediante a presença de pessoas físicas e envolve o movimento de tais pessoas naturais de um país ao território de qualquer outro onde o serviço é prestado (mão-de-obra ou serviços profissionais).

Os fornecedores de serviços financeiros que pretendem ingressar em mercados externos podem fazê-lo mediante o comércio transfronteiriço ou o estabelecimento de presença comercial no país em questão. O comércio transfronteiriço resulta em fluxos internacionais de capital e permite que os usuários tenham acesso a serviços oferecidos por instituições financeiras operando em outros países. Essa forma de comércio é particularmente relevante nas atividades de seguros marítimos e resseguros, em que ocorre maior diversificação de riscos por meio das atividades internacionais. Embora essa modalidade represente forma tradicional de comércio, as discussões concentram-se nos processos de remoção de controles de câmbio e liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos.⁶

O estabelecimento de presença comercial requer investimento estrangeiro direto em instituições financeiras localizadas no país de residência dos usuários dos serviços. A presença comercial pode-se verificar sob a forma de uma pessoa jurídica ou por intermédio de uma sucursal ou escritório de representação. Nessa modalidade, objeto da maior parte do debate sobre barreiras ao comércio de serviços financeiros, as atividades são afetadas pela legislação referente ao estabelecimento de instituições estrangeiras no país hospedeiro.

Outro conceito relevante instituído pelo acordo foi a não-discriminação. Para assegurá-la, fez-se uso de três princípios centrais: nação mais favorecida, acesso a mercado e tratamento nacional. O princípio de nação mais favorecida estabelece que

(6) O Brasil nunca assinou o artigo I que trata da conversibilidade da conta de capital do balanço de pagamento e o artigo VIII relacionado à conta corrente do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Porém, no período recente, está ocorrendo aprofundamento das discussões por maior liberalização da conta de capital, o que poderá exercer novas pressões e levar a uma posição isolada da diplomacia brasileira. Segundo Almeida (1998): "a questão da liberalização dos movimentos de capitais tratada nas assembleias do FMI em Hong Kong não representa um problema de fato para países como o Brasil, pois não apenas essa medida será implementada de maneira delongada no tempo (sua aprovação, como reforma do Convênio do Fundo, requerer-se-á a aprovação de 85% dos países membros, antes da implementação efetiva), como também virá acompanhada das salvaguardas necessárias ao controle desses capitais em situações emergenciais". Ademais, o ex-presidente do Banco Central, Gustavo Franco, declarou que não abdica do controle sobre a conta de capital do balanço de pagamentos, tampouco dos outros instrumentos – elevação temporária dos depósitos compulsórios, do imposto sobre Operações Financeiras (IOF) etc. – para contrabalançar movimentos bruscos nos fluxos de capitais externos (Bartot, 1997). No mesmo sentido, o ministro da Fazenda, Pedro Malan, defendeu na reunião conjunta do FMI/BIRD, em abril de 1988, que "sob certas condições, um país deve ter o direito de impor determinadas restrições ao capital de curto prazo, por razões de política macroeconômica" (Tachinardi, 1998).

cada membro deve conceder, “aos serviços e prestadores de serviços de qualquer outro membro, tratamento não menos favorável do que aquele concedido a serviços e prestadores de serviços similares de qualquer outro país”. Como nem todos os países aceitaram amplamente o princípio de nação mais favorecida, o acordo contempla isenções em relação a esse princípio, determinando apenas que sejam listadas num anexo específico. Assim, cada país listou as exceções a essa cláusula em cada um dos setores de serviços negociados e as anexou como parte do acordo. Em princípio, as exceções só serão permitidas durante dez anos a partir da entrada em vigor da OMC (1/1/1995), além de avaliadas decorridos cinco anos da mesma data.

Uma vez estabelecido o tratamento de nação mais favorecida como princípio básico, o artigo XVI apresenta seis restrições ao acesso a mercados que não poderão ser estabelecidas, a menos que a lista de compromissos do país determine o contrário. As medidas são definidas da seguinte forma:

- limitação sobre o número de prestadores de serviços;
- limitações sobre o valor total dos ativos ou das transações de serviços;
- limitação sobre o número total de operações de serviços ou da quantidade total de serviços produzidos;
- limitações sobre o número total de pessoas físicas que possam ser empregadas;
- medidas que exijam ou restrinjam tipos específicos de pessoa jurídica ou de *joint ventures*; e
- limitações sobre a participação do capital estrangeiro.

Dessa forma, cada país listou as restrições de acesso ao seu mercado de serviços.

No artigo XVII, são estabelecidas as condições que regulam o tratamento nacional do acordo. Como no enfoque adotado em relação ao acesso a mercados, o tratamento nacional aplica-se apenas aos compromissos listados e somente aos casos em que não há disposição em contrário. O tratamento nacional é definido como “tratamento não menos favorável do que aquele que dispensa a seus próprios serviços similares e prestadores de serviços similares”, isto é, assegura a não-discriminação entre empresas ou capitais nacionais e estrangeiros. Porém, nesse artigo, reconhece-se que o tratamento nacional a prestadores de serviços de outros países membros do Gats poderá ser formalmente diferente do tratamento dispensado aos prestadores domésticos do mesmo serviço. Quando isso ocorrer, o tratamento será considerado não menos favorável se não modificar as condições de competição em favor dos prestadores domésticos dos serviços em questão. A cláusula de tratamento nacional estipula que o membro do acordo deve listar as discriminações ao serviço prestado pelo estrangeiro, relativamente ao prestador nacional, à medida que aquele já tenha logrado o acesso ao mercado. Tanto as restrições como as discriminações referem-se não apenas ao prestador estrangeiro que oferece o serviço de fora do país (transfronteiriço), mas também àquele que tem presença comercial ou natural no país.

Finalmente, no artigo XVIII, permite-se que os países membros negociem compromissos de acesso a mercados e tratamento nacional além dos especificados nos artigos XVI e XVII. Esses compromissos, que deverão ser inscritos nas listas dos

países, poderão ser aplicados a medidas relativas a “qualificações, normas técnicas e questões relativas a licenças”. As medidas previstas no artigo XVIII devem envolver compromissos que favoreçam acesso mais amplo a mercados e não impliquem barreiras adicionais ao comércio.

Para todo setor de serviços negociado, cada país listou as restrições e discriminações anexadas ao Gats, no que se refere a tratamento nacional, acesso a mercados e exceções à cláusula de nação mais favorecida. Essas listas representam compromissos que o país assumiu, pois, a partir da entrada em vigor do acordo, seus membros não podem tratar os estrangeiros de forma mais desfavorável do que o especificado. É por esse motivo que as listas são também chamadas de ofertas (Pellegrini, 1997, p. 2). O artigo XX do Gats estabelece a estrutura e o conteúdo das “Listas de Compromissos Específicos”. Esclarece que os países membros não estão obrigados a oferecer ou comprometer-se com maior acesso ou melhor tratamento em todos os setores cobertos pelo Gats. Tampouco os países membros estão obrigados a conceder acesso ou tratamento nacional pleno a setores consignados em suas listas de compromissos. Em suma, a oferta de serviços de um país na OMC consiste em listas que contêm as exceções ao tratamento de nação mais favorecida, se houver, e as restrições e discriminações aos fornecedores estrangeiros de serviços existentes naqueles subsetores em que o país se dispôs a apresentar compromissos.

Pelo exposto, podemos verificar que a não-discriminação não é automática, mas negociada; não é rígida, mas flexível. Os países participantes têm o direito de negociar isenções à aplicação da cláusula de nação mais favorecida para certas medidas preferenciais e discriminatórias que concedem a determinados parceiros comerciais. Os países participantes negociaram também as listas de compromissos com relação ao acesso a seus mercados e ao tratamento concedido em seus mercados para setores específicos (Marconini, 1997, p. 53).

Os compromissos específicos de cada país em relação às atividades de serviços financeiros estão estabelecidos de acordo com as disposições do *Anexo sobre Serviços Financeiros* do Gats. Esse anexo apresenta a lista dos serviços financeiros cobertos pelo Gats e complementa as definições e regras básicas do acordo, de forma a permitir que as características específicas do setor sejam levadas em consideração.⁷ Dentre as disposições incluídas no anexo, a mais importante diz respeito às medidas

(7) O *Anexo sobre Serviços Financeiros* do Gats, parágrafo 5º, define que “serviços financeiros” são todos aqueles relacionados aos mercados bancários, de capitais e de seguros. Estão inclusos os depósitos e fundos reembolsáveis do público, os empréstimos (crédito pessoal, hipotecário, *factoring* e financiamentos comerciais), o *leasing*, os serviços de pagamento e transferências monetárias (cheques de viagem, cartões de crédito e similares), os serviços de prestação de garantias e compromissos, as operações comerciais por conta própria ou para clientes (em bolsa ou em mercado de balcão), os serviços relativos à participação em emissões de valores mobiliários, a corretagem de câmbio, os serviços de administração, pagamento e compensação de ativos, as provisões, transferências e processamento de informações financeiras, os serviços de consultoria e intermediação, os serviços de seguros e as operações auxiliares (avaliação de riscos e indenização de sinistros), os resseguros e a intermediação de seguros. Dessa forma, engloba uma diversidade de atividades, exceto as que envolvem funções governamentais, como aquelas típicas de bancos centrais ou as exercidas por entidades públicas com recursos oficiais.

cautelares na legislação nacional. Um país membro não será impedido de adotar medidas para proteger investidores, depositantes, detentores de valores mobiliários, ou para preservar a estabilidade e a integridade de seu sistema financeiro. Essas medidas não precisam ser incluídas nas listas de compromissos específicos dos países, estando ou não em desacordo com os artigos que tratam do acesso a mercados e tratamento nacional do Gats.

Em resumo, o Protocolo sobre Serviços Financeiros constitui-se de normas estáveis para regular o comércio de serviços financeiros no âmbito do Gats. Estabelece, então, arcabouço multilateral permanente para o comércio de serviços financeiros, assumindo compromissos com base no princípio de nação mais favorecida, dependendo do grau de liberalização em relação ao acesso a mercados e tratamento nacional. Representa, portanto, um conjunto de princípios e normas de conduta multilateralmente consensuadas e acordadas pela comunidade internacional como um todo.

Conforme orientação do Gats, a oferta de serviços financeiros do Brasil está dividida em dois subsetores: seguros e serviços relacionados, e bancos e outros serviços financeiros, inclusive as atividades referentes aos mercados de capitais. Segundo a Secretaria de Assuntos Internacionais do Ministério da Fazenda, que coordenou o processo negociatório, a estratégia brasileira recente procurou aprimorar a oferta de 1995,⁸ aproveitando os avanços verificados no processo atual de saneamento do sistema financeiro doméstico, respeitando sempre as limitações constitucionais (artigo 192 da Constituição de 1988). Ademais, o Brasil permitiu somente o aumento ao acesso estrangeiro através da presença comercial no país, ou seja, mediante o investimento direto no sistema financeiro. Manteve-se a restrição aos serviços prestados de fora do país (isto é, fora do país mas para residentes no Brasil), em razão das dificuldades de balanço de pagamentos que os mesmos poderiam gerar.

A oferta brasileira sobre o mercado de seguros, apresentada ao Comitê de Serviços Financeiros da OMC, incorporou avanços consideráveis. O Brasil assumiu o compromisso de garantir que as seguradoras estrangeiras poderão ter presença comercial no mercado doméstico com controle total do capital em vários mercados (de vida, fretes, propriedade, responsabilidade e saúde), condicionados à presença comercial, consagrando definitivamente a realidade atual.⁹ Assim, as seguradoras fica-

(8) A lista brasileira de 1995, no que se refere ao terceiro modo de prestação (presença comercial), não permitia a ampliação da presença comercial de instituições estrangeiras, exceção feita aos processos de privatização dos bancos públicos. A lista brasileira incluiu, entretanto, compromisso de regulamentar progressivamente, no futuro, a participação do capital estrangeiro no sistema financeiro nacional.

(9) A participação, direta ou indireta, do capital estrangeiro nas sociedades seguradoras estava limitada a 50% do capital total e a um terço do capital com direito a voto, de acordo com a Resolução nº 14 do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), de 3/7/1986. Ficaram ressalvadas as situações preexistentes a 9/1/1986, para as quais era assegurada a participação estrangeira em limites superiores aos percentuais estipulados naquela resolução, sendo, no entanto, vedado qualquer incremento dessa participação. Além disso, até que o capítulo referente ao Sistema Financeiro Nacional da Constituição de 1988 seja regulamentado em lei complementar, o artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias deve ser interpretado como proibitivo à instalação de novas seguradoras estrangeiras.

ram autorizadas a entrar no mercado doméstico, desde que cumpram os pré-requisitos fixados pela Susep.¹⁰ A redação da oferta expressa a necessidade de autorização do Poder Executivo, em razão de eventual regulamentação do artigo 192 da Constituição consagrar-se prática mais restritiva do que a atual.

A oferta brasileira incluiu ainda, pela primeira vez, dois tipos de seguro ausentes na oferta de 1995: o seguro de casos de embarcações cadastradas no Registro de Embarcações Brasileiras (REB), inclusive no caso de operações transfronteiriças; e o seguro de acidente de trabalho, apenas para mencionar que essa atividade constitui monopólio do Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS). Nesse último caso, o país assumiu novos compromissos relacionados à presença comercial estrangeira em dois anos a partir da aprovação da regulamentação da atividade privada. Finalmente, flexibilizou a oferta em resseguros, citando o monopólio do Instituto de Resseguro do Brasil (IRB) como temporário, à espera da regulamentação da atividade privada do setor.¹¹ Neste caso, também se comprometeu com novas obrigações relacionadas

bem como ao aumento de capital das seguradoras estrangeiras já instaladas no país. Contudo, Parecer da Advocacia Geral da União (AGU), publicado no *Diário Oficial* de 10/6/1996 (Seção 1, p. 10.143), concluiu que "até a edição da lei complementar prevista no artigo 192 da Constituição de 1988, para disciplinar as condições de participação do capital estrangeiro nessas entidades (inciso III), não existe no ordenamento jurídico nacional qualquer regra que restrinja a participação do capital estrangeiro nas sociedades seguradoras, de previdência e capitalização". A AGU considerou que "o artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias de 1988 não se aplica às sociedades seguradoras, previdência e capitalização, mas, exclusivamente, às instituições financeiras". Ademais, a AGU concluiu que "a Resolução nº 14/1986 do CNSP padece do vício de ilegalidade, desde sua edição, por haver extrapolado o poder regulamentar que lhe deu suporte; mesmo que assim não se entendesse, não seria ela recepcionada pela Constituição de 1988, por conflitar materialmente com o artigo 192 da mesma Constituição, sendo, em consequência, considerada revogada, não mais integrando a ordem jurídica". Esse parecer da AGU foi aprovado pelo presidente da República, em 5/6/1996, e, uma vez aprovado, tem efeito normativo e deve ser seguido pela Superintendência de Seguros Privados (Susep) em todas as suas avaliações de pedidos para a instalação de novas empresas no país ou para a participação do capital estrangeiro em empresas seguradoras brasileiras.

- (10) Havia também uma interpretação ao artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias que facultava ao presidente da República autorizar a entrada de capital estrangeiro no mercado segurador brasileiro evocando o interesse nacional. Nesse sentido, a Exposição de Motivos nº 190, de 14/5/1996, abriu o mercado de seguros-saúde ao capital estrangeiro, estabelecendo "como do interesse do governo brasileiro a participação ou aumento do percentual de participação de pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior, no capital dos estabelecimentos de seguros nacionais que operam o ramo de seguro-saúde. É preciso salientar que essa faculdade poderá também ser estendida a outros ramos que não apenas o de seguro-saúde". Pelo exposto, apreende-se que fica autorizado igualmente o aumento do capital externo nos demais ramos da atividade seguradora e não apenas em seguro-saúde. Entretanto, esse procedimento utilizado para a entrada do capital estrangeiro no setor de seguro-saúde não deverá repetir-se, uma vez que, desde o parecer da AGU de junho de 1996, não há na legislação brasileira nenhuma regra que restrinja a participação do capital estrangeiro no mercado segurador doméstico.
- (11) Em junho de 1996, uma emenda ao artigo 192 da Constituição federal foi aprovada em segundo turno no Senado, retirando do IRB o caráter de órgão ressegurador oficial. Essa emenda constitucional representa, na prática, a quebra do monopólio do IRB no setor de resseguros. Em 29/4/1999, o Conselho Nacional de Desestatização (CND) aprovou a sistemática de alienação do IRB Brasil Resseguros S.A. Serão vendidos 50% do capital total do IRB, que corresponde a 100% das ações ordinárias pertencentes à União. O leilão deverá acontecer em agosto de 1999, na Bolsa de Valores do

à presença comercial estrangeira no setor durante dois anos a partir da aprovação da regulamentação da atividade privada.

Quanto aos bancos e outros serviços financeiros, a oferta brasileira também se baseou na realidade praticada internamente. Na oferta de 1995, a entrada de novas instituições estava restrita aos casos de privatização das instituições financeiras públicas (Exposição de Motivos nº 89).¹² Maior flexibilidade, tomando como base a definição do interesse nacional, foi incorporada à oferta brasileira. As instituições estrangeiras podem estabelecer novas filiais e subsidiárias, assumir o controle acionário, assim como aumentar a participação no capital das instituições existentes no país, desde que autorizadas caso a caso pelo presidente da República, a partir de proposta do Banco Central (Exposição de Motivos nº 311).¹³ Ou seja, a presença comercial foi admitida, embora condicionada à autorização caso a caso pelo Poder Executivo. No âmbito do mercado de capitais, a oferta brasileira acrescentou autorização de presença comercial estrangeira para fornecedores de alguns serviços não caracterizados como instituições financeiras pela lei brasileira. Foram eles: negociação

Rio de Janeiro. Entretanto, o IRB já começou a autorizar operações de resseguro entre filiais brasileiras e suas matrizes no exterior; a Generali Seguros, por exemplo, ressegurou 50% de sua carteira de seguros de automóveis com a matriz do grupo na Itália (Mainenti, 1998).

- (12) A Exposição de Motivos nº 89, de 7/3/1995, que trata do saneamento dos bancos oficiais, delibera que "é imperioso reconhecer que a participação do capital estrangeiro em tal segmento configura-se como condição indispensável ao sucesso do programa de privatização que ora se propõe, na medida em que implicará maior demanda pelos ativos oferecidos à negociação, possibilitando, sem dúvida, melhores ofertas de aquisição de ações nos respectivos leilões, aumentando as possibilidades do setor público no que se relaciona com a recuperação dos recursos até então despendidos na manutenção das instituições financeiras oficiais, concorrendo, pois, para o saneamento das finanças públicas. (...) Assim, resta suficientemente demonstrada a necessidade de Vossa Excelência usar da prerrogativa que lhe confere o parágrafo único do artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para reconhecer como de interesse do governo brasileiro a participação ou o aumento do percentual de participação no capital das instituições financeiras sob controle estatal, de pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior, desde que inscritas no âmbito do programa de privatização que se cogita inaugurar".
- (13) A Exposição de Motivos nº 311, de 24/8/1995, estabelece as "diretrizes para melhor disciplina-mento dos pleitos relativos ao aporte de capital externo, necessários ao desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional. (...) Diante da nova conjuntura de estabilidade econômica que ora se faz presente e verificada a incapacidade das instituições financeiras nacionais em arcar com os encargos dos respectivos processos de atualização tecnológica e de crescimento, com suporte exclusivo na poupança interna, imprescindível se torna o reforço de suas estruturas de capital, via participação de recursos do exterior. (...) Por todo o exposto, proponho a Vossa Excelência o uso da prerrogativa que lhe confere o parágrafo único do artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para reconhecer como de interesse do governo brasileiro a participação ou o aumento do percentual de participação de pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior, no capital das instituições financeiras nacionais. Para permitir o exame criterioso e individualizado dos casos em que esteja presente o interesse de aporte de capitais externos, cada instituição financeira apresentará sua proposta ao Banco Central do Brasil que, após exame, a submeterá à deliberação do Conselho Monetário Nacional, como requisito prévio à decisão final de Vossa Excelência".

por conta própria ou de terceiros de títulos sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76¹⁴ e dos derivativos, exceto *swaps* e opções de *swaps*; liquidação de títulos de qualquer espécie e de derivativos; serviços de assessoramento e de classificação, pesquisa de investimento e portfólio e análise de crédito; administração de fundo de investimento de títulos regulados pela CVM; e oferta pública de títulos regulados pela Lei nº 6.385 no mercado de balcão. A oferta brasileira comprometeu-se também com a presença comercial estrangeira em novas atividades financeiras – *factoring* e cartão de crédito –, desde que definidas como serviços financeiros, o que não é o caso atual.

O acordo sobre serviços financeiros, no âmbito da OMC, portanto, foi concluído em 12/12/1997 e resultou na incorporação de novo Protocolo (o quinto) ao Gats. Desde então, as ofertas dos participantes passaram por processo de revisão meramente técnica – fase pós-negociação, necessária para a garantia da fidedignidade das listas –, que se encerrou em 26/2/1998, quando foi decidido, pelo Conselho de Serviços, que o quinto protocolo seria aberto para aceitação no dia seguinte (27/2/1998). Declarada a abertura do acordo para aceitação pelos países membros, o próximo passo, no que se refere ao Brasil, será a assinatura do documento, quando, então, estará apto a ser levado à apreciação do Congresso Nacional, cuja chancela é necessária à ratificação.

O acordo está previsto para vigorar em março de 1999, mas desde sua aprovação os países signatários comprometem-se a não recuar nos compromissos assumidos.¹⁵ Após aquela data, qualquer desrespeito estará sujeito a regras e sanções, tais como painel de negociação, multas, compensações e anulações de medidas restritivas que vierem a ser adotadas pelos países signatários (como no comércio internacional de bens).

MERCADO COMUM DO SUL

A partir de janeiro de 1995, entrou em vigor a União Aduaneira do Mercosul, da qual participam a Argentina, o Brasil, o Paraguai e o Uruguai, consolidando as preferências tarifárias aos quatro países membros, bem como iniciando uma política externa comum para o comércio com terceiros países ou blocos. O Mercosul procura promover a construção de um espaço econômico comum, livre não apenas de entra-

(14) A Lei no 6.385, de 7/12/1976, dispõe sobre o mercado de valores mobiliários (sistema de distribuição, negociação na bolsa e no mercado de balcão, administração de carteiras e custódias de valores mobiliários, auditores independentes, consultores e analistas de valores mobiliários) e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

(15) Devemos salientar, porém, que a crise dos países emergentes atrasou a ratificação do acordo. Brasil, Indonésia, Filipinas, Malásia, África do Sul, Venezuela e México ainda não deram indicação na OMC de quando ratificarão os compromissos assumidos. A Austrália e a Costa Rica sugeriram que a data de entrada em vigor do acordo fosse transferida para o fim de junho de 1999 (Morcira, 1999).

ves tarifários e não-tarifários, mas também de distorções à competitividade advinda de políticas públicas diferenciadas.

Durante o primeiro ano de vigência da União Aduaneira, instituiu-se que o órgão executivo do Mercosul – Grupo Mercado Comum (GMC) – seria complementado por dez subgrupos de trabalho, dentre os quais o de Assuntos Financeiros (SGT 4). Na primeira reunião do SGT 4, em outubro de 1995, foi definido um programa de trabalho a ser cumprido até dezembro de 1996 e estabelecido um conjunto de tarefas para o médio prazo (Programa Mercosul 2000). Segundo Bevilaqua (1997, p. 32), foram criadas cinco comissões de trabalho permanente, cobrindo as seguintes áreas: sistema financeiro, seguros, mercado de capitais, promoção e proteção de investimentos e indicadores macroeconômicos.

Dentre as tarefas definidas para o setor financeiro, encontravam-se: diversos aspectos da supervisão bancária consolidada e sua implementação através de convênios entre os bancos centrais, aperfeiçoamento do intercâmbio de informações sobre o sistema financeiro, redução de assimetrias e harmonização de procedimentos operacionais, tratamento nacional nos países membros, cooperação técnica, lavagem de dinheiro, operações com derivativos. Na área de seguros e resseguros, o programa de trabalho incluía: harmonização das condições de exercício para seguros, aperfeiçoamento dos acordos existentes sobre seguros, seguros de transporte multimodal, cooperação técnica, intercâmbio de informação sobre regulação e supervisão. As tarefas prioritárias na área de mercado de capitais envolviam operações com derivativos e continuidade dos acordos existentes. Na área de promoção de investimentos, procurar-se-ia dar continuidade à lista de exceções aos convênios existentes. No que concerne a indicadores macroeconômicos, ficou acordado que se deveria instituir um intercâmbio dos principais indicadores dos países membros, acompanhado de comentários sobre a conjuntura econômica regional. Haveria também uma avaliação dos diferentes regimes cambiais e das legislações sobre os fluxos de capitais. Finalmente, o convênio de créditos recíprocos da Associação Latino-americana de Instituições Financeiras de Desenvolvimento (Alide)¹⁶ deveria ser examinado pelos países membros.

Como programa de trabalho de médio prazo foram incorporadas as seguintes tarefas: acesso a mercados e constituição jurídica de empresas no sistema financeiro e nos setores de seguros e resseguros, cooperação em relação aos fluxos de capitais, estudo e prosseguimento dos mecanismos de pagamento estabelecidos ou que se estabeleçam entre os países membros.

A partir do suporte técnico dessas comissões e das negociações no âmbito do *Grupo Ad Hoc sobre Serviços*, coordenado por Mário Marconini, em 15/12/1997 foi assinado o Protocolo de Montevidéu sobre o Comércio de Serviços do Mercosul, que estabelece princípios e disciplinas para promover o livre-comércio de serviços entre os países membros, tomando como base o Gats. Assim, os princípios básicos

(16) A Alide inclui os seguintes países: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela.

que nortearam o Gats foram incorporados ao Protocolo, quais sejam a definição do comércio de serviços mediante os quatro modos de prestação, bem como uma cobertura setorial universal; o conceito de não-discriminação (apoiado nos princípios de nação mais favorecida, acesso a mercados e tratamento nacional); mecanismo de liberalização flexível, por meio de listas positivas de setores negociáveis etc. (Marconini, 1997).

O artigo V do Gats reconhece os benefícios que representam acordos 'parciais' de integração e livre-comércio para a liberalização dos mercados mundiais, porém estipula uma série de condicionamentos e requisitos a serem cumpridos para que tais acordos possam ser excetuados da aplicação da cláusula de nação mais favorecida. De modo geral, tais condicionamentos implicam a necessidade de que instrumentos regionais se traduzam de fato em abertura dos mercados dos países signatários e não constituam instrumentos de proteção comum desses países para com terceiros. Também é necessário que se estabeleça a ausência ou eliminação de toda discriminação entre as partes nos setores compreendidos pelo acordo. O projeto prevê um prazo de liberalização de dez anos, contados a partir de sua entrada em vigor.

O acordo deve assumir um caráter 'Gats-plus' (ou Gats+), isto é, ao basear o nível de compromisso de abertura do mercado sub-regional no Gats, deve negociar um instrumento que aprofunde o acordo estabelecido multilateralmente. Não faz sentido efetuar um acordo regional que não vá além do já acordado no plano multilateral. Se os compromissos assumidos pelos quatro países não forem maiores do que aqueles acordados perante a OMC, fica difícil demonstrar que o Protocolo cumpre de fato com o requisito de eliminar de modo substancial as barreiras ao comércio de serviços no Mercosul.

Segundo o representante brasileiro nas negociações, Mário Marconini, do Ministério da Fazenda, as listas de ofertas sobre o comércio de serviços financeiros dos quatro países foram apresentadas e discutidas entre abril e junho de 1998. Conforme estabelecido, a lista dos compromissos do Brasil em serviços financeiros segue aqueles assumidos no âmbito do Gats. Entretanto, as negociações ainda não avançaram a ponto de atingir um consenso que vá além do esforço de harmonização das normas contábeis, das regras sobre a lavagem de dinheiro e de acesso controlado de instituições financeiras ao mercado brasileiro (Silva, 1999). Uma das dificuldades encontra-se no fato de que o Brasil é o único país do Mercosul que mantém restrições de acesso a seu mercado, enquanto todos os outros fizeram ofertas ao Gats bastante abrangentes e não deram nenhuma preferência ao Mercosul. Caso o país conceda acesso preferencial ao Mercosul no setor de serviços financeiros, a Argentina, o Paraguai e o Uruguai poderão transformar-se em plataformas de penetração no mercado interno brasileiro. Evidentemente, isso choca-se com a estratégia brasileira adotada nas negociações do Gats.

Assim, as regras de origem dos serviços beneficiados pelo processo de liberalização no âmbito do Protocolo de Montevidéu sobre o Comércio de Serviços do Mercosul precisam ser bem definidas e determinar o nível de participação de capital estrangeiro permitido em uma empresa, para que esta possa ser considerada de origem brasileira, argentina, paraguaia ou uruguaia para fins desse Protocolo.

ÁREA DE LIVRE-COMÉRCIO DAS AMÉRICAS

Na I Cúpula das Américas, realizada em Miami, em dezembro de 1994, os presidentes de 34 países americanos, exceto Cuba, iniciaram o processo de formação da Alca. Acordou-se que as negociações deverão estar concluídas até o ano de 2005, quando se começará a eliminação progressiva das barreiras ao comércio e aos investimentos no continente americano. Em princípio, a negociação será efetuada pela assinatura simultânea de um acordo geral e pela adoção de decisões por consenso, e não a partir de acordos setoriais. Porém, o acordo deverá ter por base os acordos bilaterais e sub-regionais existentes, ampliando e aprofundando a integração americana.

Em Denver, julho de 1995, foram criados sete grupos de trabalho para preparar as negociações: acesso a mercados; procedimentos alfandegários e regras de origem; investimentos; padrões e barreiras técnicas ao comércio; medidas sanitárias e fitossanitárias; subsídios etc. Em Cartagena, março de 1996, foram criados mais quatro grupos de trabalho: compras governamentais, serviços, direitos de propriedade intelectual e política de concorrência. O Grupo de Trabalho de Serviços (GTS) reuniu-se pela primeira vez em junho de 1996. Dentre suas tarefas principais estavam a elaboração de um inventário dos acordos, convênios e normas referentes ao comércio de serviços no hemisfério e a criação de uma base de dados estatísticos sobre o tema.¹⁷

Na II Cúpula das Américas, realizada nos dias 18 e 19/4/1998, em Santiago do Chile, foi desencadeado o processo de negociação. Essa meta, estabelecida na reunião ministerial de Belo Horizonte, em maio de 1997, dependia de acordo sobre os objetivos, enfoques, estrutura e localização dessas negociações. Esse acordo foi celebrado na IV Reunião de Ministros Responsáveis por Comércio, em San José, na Costa Rica, em março de 1998. Segundo o ministro das Relações Exteriores do Brasil, Luiz Felipe Lampreia, os pontos principais do acordo estabelecido nessa reunião foram:

"a) o objetivo geral da negociação, que deverá concluir-se no mais tardar até 2005, será estabelecer uma área de livre-comércio, por meio da diminuição progressiva das barreiras ao comércio de bens e serviços e aos investimentos;

(17) Foi criado também, em dezembro de 1994, por iniciativa do Tesouro americano, o Comitê Hemisférico sobre Assuntos Financeiros, cujo objetivo consiste em explorar formas de desenvolvimento e integração dos mercados de capitais da região. O Comitê está sendo impulsionado pelo subsecretário do Tesouro dos Estados Unidos, Lawrence Summers, em fórum que congrega os ministros da fazenda dos países americanos. Segundo Silva (1998a), trata-se de mais uma estratégia do governo americano de atacar em diferentes *fronts* e tentar minar as resistências a um processo de maior integração. Em maio de 1996, os ministros da fazenda dos países americanos reuniram-se em New Orleans para avaliar o progresso das atividades do Comitê. A agenda dessa reunião incluía temas centrados em três grandes áreas: manutenção de políticas de estímulo ao investimento privado; desenvolvimento, liberalização e integração dos mercados financeiros; e combate aos crimes financeiros (lavagem de dinheiro). Com o apoio do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) foi realizado o levantamento das restrições ao movimento de capitais na região.

- b) o acordo final sobre a Alca será equilibrado, abrangente, compatível com as regras e disciplinas da OMC, e constituirá um compromisso único ('nada estará acordado até que tudo esteja acertado');
- c) a negociação será transparente, e as decisões, baseadas no consenso;
- d) a Alca coexistirá com o Mercosul e os demais acordos de livre-comércio e de integração do continente;
- e) a estrutura da negociação compreenderá a reunião de ministros, responsáveis por supervisão e direção superiores; o Comitê de Negociações Comerciais, integrado pelos vice-ministros, que dará orientação permanente; e nove grupos para negociar sobre: acesso a mercados, agricultura, subsídios, *antidumping* e direitos compensatórios, investimentos, serviços, direitos de propriedade intelectual, compras governamentais, políticas de concorrência, solução de controvérsias" (Lampreia, 1988a).

O Brasil ficou com a presidência do grupo de negociação sobre subsídios, *anti-dumping* e direitos compensatórios. Além disso, dividirá a presidência com os Estados Unidos, na etapa final do processo negociador, entre 2002 e 2005. No primeiro período das negociações – até o ano 2000 –, os governos procurarão efetuar avanços concretos no processo da Alca, a partir de um conjunto de medidas específicas para facilitar os negócios, sobretudo medidas de baixo custo de implementação, a fim de uma aplicação imediata (ver Quadro 1).

"Antecipar o início da Alca é um assunto encerrado", afirmou o ministro das Relações Exteriores, Luiz Felipe Lampreia (Lampreia, 1998b). Embora a idéia da Alca tenha sido proposta pelos Estados Unidos na I Cúpula das Américas, realizada em dezembro de 1994, em Miami, o Brasil acabou assumindo a liderança dos países latino-americanos, ao rejeitar sistematicamente a idéia da criação imediata do livre-comércio no continente americano, por entender que os países da América do Sul precisam de tempo para assimilar a nova etapa e, principalmente, alicerçar a sua economia e industrialização.¹⁸

(18) Entre 1990 e 1997, as importações dos países latino-americanos superaram em 40% as exportações. A demanda por importações apresentou uma nova elasticidade-renda, que se associa ao processo de reestruturação das plantas produtivas, bem como à maior proporção de insumo importado na produção local. Em 1997, dentre dezessete países latino-americanos, somente Equador, México e Venezuela registravam superávits comerciais em valores correntes. A acumulação dos déficits comerciais ocorreu a despeito da taxa de crescimento das exportações igual ou superior a 10% por ano, exceto nos países produtores de petróleo (Equador e a Venezuela) e no Paraguai. Dados preliminares para 1998 sinalizam que apenas a Venezuela apresentará saldo comercial positivo. Além disso, devemos enfatizar que a liberalização comercial promovida pelos países da América Latina, como era de se esperar, acentou a especialização das exportações, baseadas na ampla disponibilidade de recursos naturais. Cresceu, assim, a participação dos produtos primários e de manufaturados com uso intensivo de recursos naturais na pauta das exportações latino-americanas (Ventura, 1999).

QUADRO 1
A ORGANIZAÇÃO DA ALCA

PERÍODO	PRESIDÊNCIA	VICE-PRESIDÊNCIA
1/5/1998 – 31/10/1998	Canadá	Argentina
1/11/1999 – 30/4/2001	Argentina	Equador
1/6/2001 – 31/10/2002	Equador	Chile
1/11/2002 – 31/12/2004	Co-presidência Brasil/Estados Unidos	Co-presidência Brasil/Estados Unidos
GRUPO DE NEGOCIAÇÃO	PRESIDÊNCIA	VICE-PRESIDÊNCIA
Acesso a Mercados	Colômbia	Bolívia
Investimentos	Costa Rica	República Dominicana
Serviços	Nicarágua	Barbados
Compras Governamentais	Estados Unidos	Honduras
Solução de Controvérsias	Chile	Uruguai/Paraguai
Agricultura	Argentina	El Salvador
Direitos de Propriedade Intelectual	Venezuela	Equador
Subsídios, <i>Antidumping</i> e Medidas Compensatórias	Brasil	Chile
Políticas de Concorrência	Peru	Trinidad e Tobago

Fonte: Confederação Nacional da Indústria (*apud* Ferran, 1998).

Pelo exposto, verifica-se que a Alca não se limita, como sugere o nome, a um: área de livre-comércio, mas representa um acordo global que pretende abranger os serviços, inclusive os financeiros, as compras governamentais e os investimentos. Nesse sentido, procura aprofundar os processos de desregulamentação econômica e financeira, num contexto de enormes assimetrias econômicas, financeiras e tecnológicas entre os Estados Unidos e os demais países da região.

A elevada assimetria entre os países da Alca pode ser observada pela magnitude do Produto Interno Bruto (PIB): o PIB dos Estados Unidos corresponde a mais de três vezes a soma do PIB dos outros 33 países (inclusive Canadá, Brasil, México e Argentina), isto é, representa 75,65% do PIB da Alca, enquanto os demais países perfazem 24,35%. As pequenas economias – em 1995, em onze dos 34 países da Alca o PIB não atingiu US\$ 1 bilhão; em oito desses, o PIB anual sequer chegou a US\$ 100 milhões – conseguiram um compromisso dos demais países de que terão tratamento diferenciado. A heterogeneidade também fica evidente se compararmos a renda *per capita*: dentre os 34 países, o Canadá ostentava a maior renda *per capita* (US\$ 28,3 mil) no início da década, a qual, no caso da Guiana, era de US\$ 250,00

dos que o salário mínimo no Chile); já pequenos países como Antígua-Barbuda e Cristóvão e Névis, menos populosos que as grandes cidades brasileiras, apresentam renda *per capita* superior à da Argentina e à do Brasil (ver Tabelas 1 e 2). A disparidade das riquezas nacionais pode ser aferida também pelas respectivas pautas de exportação. Análise superficial da economia dos 34 países demonstra que a maioria é exportadora de produtos agrícolas e matérias-primas, cujas cotações internacionais estão longe do valor agregado pelos produtos industriais.¹⁹

A 1
RELACIONAMENTOS ECONÔMICOS ENTRE OS PAÍSES DO CONTINENTE AMERICANO

BLOCOS	PAÍSES	PORCENTAGEM DO PIB TOTAL	PORCENTAGEM DAS EXP./IMP. DO CONTINENTE
Área de Livre-comércio da América do Norte (Naft) ^a	Canadá, Estados Unidos e México	85,52	80,01
Comunidade do Sul (Coscusul)	Argentina, Brasil, Paraguai e Uruguai	10,66	5,76
Comunidade Andina	Bolívia, Colômbia, Equador, Peru e Venezuela	2,28	2,39
Comunidade Centro-americana	Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras e Nicarágua	0,39	0,75
Comunidade Econômica do Caribe (Caricom)	Antígua-Barbuda, Bahamas, Barbados, Belize, República Dominicana, Granada, Guiana, Jamaica, São Cristóvão e Névis, Santa Lúcia, São Vicente-Granadinas, Trinidad e Tobago	0,20	0,55
País (associado ao Coscusul)	Chile	0,72	10,54 ^b

Fonte: FMI (*International Financial Statistics*).

^a Nafta (North America Free Trade Area).

^b Refere-se ao comércio exterior de alguns países desligados de qualquer bloco.

É evidente que a importância relativa dos países do continente nos fluxos de comércio exterior de determinado país, bem como a composição, em termos de produtos e setores, desses fluxos condicionam o potencial de expansão dos fluxos de comércio e de investimentos associados ao esquema de integração.

TABELA 2
ALGUNS INDICADORES DOS PAÍSES MEMBROS DA ALCA

PAIS	POPULAÇÃO (ULTIMO CENSO)	RENDA PER CAPITA (US\$)	PRINCIPAIS PRODUTOS DE EXPORTAÇÃO	PIB (US\$ FINAL DE 1997)
Antígua-Barbuda	85 mil (90)	4.000 (89)	Máq. Equip. Transp./Têxtil	-
Argentina	32,2 milhões (90)	2.130 (89)	Commodities Agríc./Prod. Alim./ Petróleo	324 bilhões
Barbados	256 mil (89)	7.066 (90)	Açúcar/Prod. Manuf./Mat. Eq. Transp.	-
Belize	191 mil (91)	1.877 (90)	Açúcar/Vestuário/Frutas	-
Bolívia	7,4 milhões (90)	878 (80)	Minérios/Petróleo	-
Brasil	151 milhões (90)	2.100 (89)	Commodities Agríc. e Min./Prod. Alim./Manufaturados	800 bilhões
Canadá	26,5 milhões (90)	28.355 (91)	Serviços/Prod. Alim.	618 bilhões
Chile	13,1 milhões (90)	2.010 (90)	Commodities Min./Frutas/ Pescado	77 bilhões
Colômbia	32,9 milhões (90)	1.200 (90)	Petróleo e Derivados	-
Costa Rica	3,1 milhões (92)	1.640 (90)	Frutas/Calé/Açúcar/Carnes	-
Bahamas	250 mil (89)	11.400 (90)	Serviços Financeiros/Petróleo	-
Dominica	81 mil (88)	1.430 (89)	Frutas/Prod. Químicos	-
El Salvador	5,25 milhões (90)	1.070 (89)	Calé/Açúcar	-
Equador	10,7 milhões (89)	940 (90)	Petróleo/Pescados/Frutas/Calé	-
Estados Unidos	254 milhões (91)	19.082 (91)	Diversos	8,08 trilhões
Granada	110 mil (89)	1.932 (89)	Cacau/Açúcar/Frutas	-
Guatemala	9,2 milhões (90)	890 (89)	Calé/Açúcar/Banana	-
Guiana	990 mil (89)	250 (89)	Bauxita/Açúcar/Arroz	-
Haiti	6,3 milhões (89)	470 (90)	Calé	-
Honduras	4,9 milhões (89)	918 (91)	Banana/Calé/Crustáceos	-
Jamaica	2,4 milhões (90)	1.360 (90)	Matérias-primas/Bebidas/Tabaco	-
México	82 milhões (90)	2.925 (90)	Prod. Ind./Petróleo	403 bilhões
Nicarágua	3,8 milhões (90)	434 (90)	Calé/Algodão/Banana	-
Panamá	2,3 milhões (90)	2.218 (90)	Banana/Calé/Crustáceos/Açúcar	-
Paraguai	4,2 milhões (90)	1.258 (90)	Algodão/Soja/Carnes/Madeira	10,2 bilhões
Peru	23,3 milhões (90)	1.899 (88)	Minérios/Pescados/Petróleo	-
República Dominicana	7,1 milhões (90)	1.050 (90)	Minérios/Açúcar/Calé	-
Santa Lúcia	151 mil (90)	1.950 (89)	Banana/Óleo de Coco	-
São Cristóvão e Névis	48 mil (91)	3.090 (89)	Açúcar/Frutas	-
São Vicente e Granadinas	114 mil (89)	1.520 (90)	Banana/Tabaco	-
Suriname	402 mil (90)	3.028 (89)	Alumina/Camarão/Arroz/Banana	-
Trinidad e Tobago	1,2 milhão (90)	3.800 (90)	Petróleo/Prod. Químicos	-
Uruguai	3,1 milhões (89)	2.656 (91)	Têxteis/Prod. Alim./Couro	19,4 bilhões
Venezuela	19,7 milhões (90)	3.500 (90)	Petróleo/Minérios/Calé/Cacau	-

Fontes: Quid, Editora Robert Laffont, Paris, 1993 (apud Indústria e Produtividade, 1997) e Morgan, J.P., *Europa Yearbook 98* (apud Lins da Silva, 1998).

No que diz respeito aos serviços financeiros, a assimetria também fica patente: cada uma das novas instituições financeiras, produto das megafusões (Citicorp/Travelers, NationsBank/BankAmerica, BancOne/First Chicago) ocorridas nos Estados Unidos em abril de 1998, detêm ativos maiores do que a soma dos cinco maiores bancos privados brasileiros (Tabela 3).

O Mercosul tem participado das reuniões do GTS como um bloco, realizando reuniões de coordenação interna para levar uma posição conjunta às reuniões. Assim, o Itamaraty tem-se esforçado para ampliar o raio de manobra dos países do Mercosul nas negociações e tentar postergar o início do processo de liberalização para depois de 2005. Isto é, postergar as questões substantivas, na expectativa de que as próprias condições internas dos Estados Unidos façam com que o país se afaste da tentativa de construção de uma área hemisférica de livre-comércio. Dentre as posições acordadas, está a de não avançar nas negociações de serviços antes de concluir o acordo de serviços intramericosul. Porém, segundo Tavares (1998b), o governo brasileiro estaria obtendo apenas pequenas vitórias formais, uma vez que, dentre outros, "os Estados Unidos conseguiram incluir na agenda do Comitê de Serviços uma série de preceitos visando à total liberação do chamado 'comércio eletrônico', via Internet, em que reconhecidamente detêm vasta superioridade no plano internacional".

TABELA 3
BRASIL E ESTADOS UNIDOS
OS MAIORES BANCOS COMERCIAIS (POSIÇÃO EM ABRIL DE 1998)

BANCOS	ATIVOS EM US\$ BILHÕES
Travelers - Citibank	697,5
NationsBank - BankAmerica	567,9 ^a
Chase Manhattan	365,5
J.P. Morgan	262,2
BancOne - First Chicago	239,5 ^b
First Union	205,7 ^c
Bankers Trust	140,1
Wells Fargo	97,5
Norwest	88,5
Fleet	85,5
Bradesco + BCN	55,9
Itaú + Banerj	36,3
Unibanco + Nacional	24,7
Bozano + Meridional	19,6
Real	18,8
Safra	13,6

Fontes: *Bloomberg News* (apud Bittencourt, 1998), para os bancos americanos; e Austin Asis e Centro de Informações da Gazeta Mercantil (apud Carvalho, 1998).

Notas:

- (a) Inclui a aquisição do Bancett Bank.
 (b) Inclui a aquisição do First Commerce e First Chicago.
 (c) Inclui a aquisição do CoreStates Financial.

Simultaneamente, o Brasil vem ampliando seu espaço político e econômico na região, visando à criação da Área de Livre-comércio Sul-americana (Alcsa), que está sendo chamada de Amercosul. Em primeiro lugar, os países do Mercosul assinaram acordos comerciais com a Bolívia e o Chile em 1995 e 1996, respectivamente. Em segundo lugar, os países do Mercosul e da Comunidade Andina (Bolívia, Colômbia, Equador, Peru e Venezuela) assinaram Acordo-quadro para a criação de uma zona de livre-comércio a partir de 1/1/2000. O Acordo-marco para a Criação da Zona de Livre-comércio entre o Mercosul e a Comunidade Andina prevê duas etapas de trabalhos. Até 30/9/1998, as duas partes negociarão um acordo de preferências tarifárias sobre a base do patrimônio histórico, que poderá, entretanto, incluir produtos novos. Tal acordo substituirá os de alcance parcial hoje existentes entre os países das duas regiões e deverá entrar em vigor em 1/10/1998, estabelecendo margens de preferências e incorporando as disciplinas comerciais vigentes no marco da Associação Latino-americana de Integração (Aladi). Entre 1/10/1999 e 31/12/1999, o Mercosul e a Comunidade Andina negociarão o acordo de livre-comércio que abará o universo de produtos e que vigorará no início do ano 2000.²⁰ Mais do que um efeito econômico imediato, o acordo tem grande importância política e representa o início da integração da América do Sul. O acordo confirma a política do Mercosul de ampliar seus laços com outros países ou blocos econômicos. Além disso, a nova aliança fortalece a capacidade de negociação do bloco no processo de formação da Alca. Para o Brasil, esse acordo com os países andinos cristaliza a idéia de que a integração hemisférica deve ser fruto de uma integração entre os blocos regionais. Em terceiro lugar, durante Cúpula de Santiago, os países membros do Mercosul assinaram também um Acordo-quadro de Comércio e Investimentos com os países membros do Mercado Comum da América Central (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras e Nicarágua).

Em dezembro de 1995, os chefes de governo e de Estado dos quinze países que compõem a União Européia e os quatro membros do Mercosul firmaram em Madri as bases de um Acordo-quadro, a fim de constituir uma área de livre-comércio entre os dois blocos. A fase preliminar de negociações, iniciada com a assinatura do Acordo-marco Inter-regional de Cooperação, deverá terminar em julho de 1998, quando a Comissão Européia terá concluído um levantamento de todos os aspectos do intercâmbio UE-Mercosul (comércio de bens, serviços, normas e disciplinas comerciais

(20) Devemos ressaltar que os membros do Mercosul e da Comunidade Andina ainda não conseguiram chegar a entendimento conjunto para um acordo transitório de preferências tarifárias. Em abril de 1999, após o esgotamento dos prazos previstos, o Brasil decidiu unilateralmente prorrogar por noventa dias o prazo de vigência dos antigos acordos bilaterais de comércio com os países andinos, impedindo o cancelamento das preferências tarifárias no comércio de bens e serviços existentes. Até 31/6/1999, o governo brasileiro, individualmente, vai procurar unificar as preferências tarifárias com os países andinos, formalizando um acordo para entrar em vigor em janeiro de 2000. Segundo o embaixador José Alfredo Graça Lima, chefe da subsecretaria geral de assuntos econômicos do Itamaraty, "o Brasil tem interesse comercial claro nos países andinos, que são um mercado importante para o escoamento de nossas manufaturas", o que justifica a efetuação do acordo. Porém, "o acordo Brasil-Comunidade Andina não exclui a possibilidade de, no futuro, o Mercosul negociar, em bloco, a redução de tarifas com Peru, Equador, Colômbia e Venezuela (*apud* Ferrari, 1999).

nas relações bilaterais). O passo seguinte seria a obtenção de um mandato negociador do Conselho Europeu (formado pelos ministros de comércio dos quinze países membros) para que os entendimentos iniciais tenham prosseguimento.²¹ Esse acordo também exerceu importante função, ao fortalecer politicamente os quatro países do bloco sul-americano nas negociações com os Estados Unidos, em torno da criação da Alca.

Outra vertente constitui a proposta da União Européia de realização da Rodada do Milênio, ou seja, uma nova etapa de negociações multilaterais no âmbito da OMC a ser desencadeada no ano 2000 com vistas a aprofundar os resultados alcançados na Rodada Uruguai.²² Como declarou Jório Dauster, na época embaixador do Brasil junto à União Européia: “se a Rodada do Milênio assumir grande rapidez, pode esvaziar a negociação da Alca. A negociação multilateral é prioritária para o país” (*apud* Marin, 1998).

De acordo com Luiz Afonso Simoens da Silva, ex-negociador brasileiro pelo Banco Central, “o Brasil nada tem a ganhar com negociações hemisféricas. Porém, como não se pode ficar de fora do processo de integração, o melhor a fazer é manter posições defensivas, o que foi bastante facilitado pela negativa do Congresso americano em conceder o *fast track* ao Presidente Bill Clinton” (Silva, 1998a, p. 3). Tavares (1998b) defende posição mais radical: “o Brasil assinou a carta de intenções de Miami, mas ainda não é membro *de jure* da Alca. É preciso dizer não, enquanto é tempo, e não confiar na velha tática de dilatar os prazos das negociações, à espera de que aconteça algo novo. O aumento espetacular do déficit nas transações comerciais entre os países latino-americanos e os Estados Unidos, ocorrido no bojo das atuais políticas de abertura comercial, e as pressões para a redução das tarifas do Mercosul mostram claramente a direção para a qual aponta a Alca. Por essas e outras razões, nossa adesão à iniciativa de uma área de livre-comércio americana simplesmente carece de sentido político ou econômico”.

A estratégia diplomática brasileira parece encaminhar-se no sentido de que o livre-comércio nas Américas deve surgir como etapa final do processo de construção por blocos, ou seja, fortalecer o bloco sul-americano, ao incorporar o Chile como país associado, e os países do Grupo Andino (Bolívia, Colômbia, Equador, Peru, Venezuela), seguido dos blocos da América Central. Procurar-se-ia, então, fortalecimento regional para negociar em bloco, e em melhores condições de barganha, com os Estados Unidos e a Nafta (Estados Unidos, Canadá e México).

(21) Um encontro de cúpula dos quinze chefes de governo e de Estado da União Européia e de 32 países da América Latina ocorreu em 28 e 29/6/1999 na cidade do Rio de Janeiro. Embora inicialmente não confirmada, a participação de Cuba acabou acontecendo.

(22) Tudo indica que na III Conferência Ministerial da OMC, a ser realizada em dezembro de 1999, na cidade de Seattle nos Estados Unidos, será desencadeada a ‘Rodada do Milênio’, com duração prevista de três anos. Porém, os Estados Unidos ainda precisam de um *fast track*, isto é, autorização do Congresso americano para que o Executivo negocie acordos internacionais que não podem ser alterados pelo Poder Legislativo, para participar ativamente das negociações.

As resistências brasileiras nas negociações com os Estados Unidos quanto à constituição da Alca apóiam-se numa visão crítica do 'modelo de integração' derivado dos princípios e métodos da política comercial dos Estados Unidos no período recente. A partir do início dos anos 80, a economia política da estratégia comercial americana sofreu inflexão: cresceu a importância relativa dos mecanismos unilaterais e das relações bilaterais; conseqüentemente, enfraqueceu a adesão ao multilateralismo. O menor comprometimento americano com o multilateralismo não se limitou a ampliar a disposição do país em negociar acordos bilaterais e regionais, mas se fez acompanhar do aparato legal e institucional contra 'práticas desleais de comércio' e, a partir de 1988, de pressões a fim de que seus parceiros comerciais se comprometessem com negociações voltadas à implementação de políticas em setores nos quais não existiam obrigações contraídas no Gatt e nos quais os vínculos com o comércio eram muitas vezes discutíveis.

Nesse sentido, a adesão dos Estados Unidos aos acordos regionais permanece mediada pela funcionalidade desse movimento não só buscando alternativas às negociações multilaterais, mas sobretudo aplicando 'unilateralismo agressivo' e 'ameaças de retaliação' como metodologia de negociação. Isso significa que a legislação americana, os mecanismos unilaterais da sua política comercial e a composição política dos interesses domésticos supostamente afetados pelas negociações hierarquizam-se numa escala superior aos compromissos assumidos nas negociações bilaterais ou regionais, mesmo quando estas envolvam a constituição de uma área de livre-comércio. A imposição recente de medidas retaliatórias à Argentina por divergências quanto a sua Lei de Patentes corrobora essa proposição (Machado e Veiga, 1997).

Dessa forma, o 'modelo' de tratamento das diversidades nacionais em termos de regras e legislações, veiculado pelos Estados Unidos, apóia-se numa 'harmonização assimétrica' e reflete o primado do unilateralismo e da composição política de interesses domésticos. Dado o forte desequilíbrio econômico e político entre os Estados Unidos e seus parceiros na integração hemisférica, essa assimetria poderá traduzir-se nas características essenciais do modelo de integração. Ou seja, a estratégia de harmonização ou de 'convergência institucional' poderá ficar referida aos padrões e normas daquele país. No caso da Nafta, por exemplo, ficou evidente que os Estados Unidos impuseram uma metodologia de 'harmonização assimétrica' de regras e legislações (Machado e Veiga, 1997).

Assim, as questões relacionadas à coesão econômica e social dos processos de integração e, em especial, os interesses dos países menos desenvolvidos poderão receber atenção secundária. As resistências por parte dos Estados Unidos à inclusão de temas relativos ao desenvolvimento econômico e à assistência aos setores industriais afetados pela integração durante as negociações da Nafta reapareceram no processo de implementação da Alca. Além disso, a evolução recente da Nafta não parece referendar as expectativas de que um arranjo de liberalização preferencial com os Estados Unidos preveja mecanismos de gestão dos custos de transição nos países menos desenvolvidos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Durante a Rodada Uruguai (1986-93) de negociações comerciais multilaterais, a posição brasileira evoluiu da recusa em discutir os chamados 'novos temas' – comércio de serviços, direitos de propriedade intelectual e medidas sobre investimento – para uma posição mais flexível. Esse movimento de participação ativa no sistema multilateral de comércio insere-se em mudanças políticas internas, bem como em transformações internacionais. A formação de coalizões políticas domésticas favoráveis aos processos de abertura comercial e financeira desempenhou papel fundamental. Porém, o sistema internacional também passou a oferecer constrangimentos e incentivos à velha e à nova posição, respectivamente. Assim, a evolução da posição brasileira no Gatt acompanhou tendência verificada na década dos 80 na maioria dos países em desenvolvimento, a fim de ampliar a liberalização do comércio exterior e dos regimes de investimento, a desregulamentação da economia, a redução da intervenção econômica estatal, com privatizações e crescente confiança nos mecanismos de mercado (Caldas, 1995).

Para a diplomacia brasileira, a resistência à inclusão dos novos temas no Gatt baseava-se no perigo de renunciar-se a determinados instrumentos de desenvolvimento doméstico. Denunciava-se a tentativa de os Estados Unidos e outros países desenvolvidos forçarem a regulamentação internacional de 'temas' que transcendiam o âmbito propriamente comercial e que diziam respeito às políticas de desenvolvimento tradicionalmente seguidas por países como Brasil, Índia, Coreia do Sul, Tailândia e alguns outros. A ameaça percebida era a de que uma regulamentação internacional dos 'novos temas' impedisse o acesso brasileiro ao núcleo dinâmico da economia internacional, uma vez que inviabilizaria o desenvolvimento de indústrias nacionais dotadas de capacidade tecnológica própria (Belli, 1996).

A evolução da posição brasileira no Gatt demonstra que prevaleceu um cálculo em que a manutenção de antigas posições (desenvolvimentistas) foi considerada demasiado custosa (risco de isolamento nos fóruns de negociações internacionais). Noutras palavras, fez-se uma aposta nas forças da globalização e da integração subordinada, uma vez que a capacidade de o Brasil influenciar a definição dos novos mecanismos de regulação da economia mundial e, sobretudo, de participar de sua implementação efetiva é manifestamente reduzida. Ademais, para a diplomacia brasileira, a cooperação internacional na área monetário-financeira dificilmente contemplaria os interesses dos países periféricos, como o Brasil (Almeida, 1998a, p. 5).

A despeito dessas novas posições gerais, em face das transformações no contexto doméstico e internacional, as estratégias dos governos brasileiros recentes nas negociações multilaterais foram defensivas, a fim de ganhar mais tempo para 'consolidar' as reestruturações (produtivas e financeiras) internas. Conforme declarações do chefe da delegação brasileira, ministro Marcos Caramuru, dias antes do término das negociações sobre o protocolo de serviços financeiros, "o Brasil ainda precisa de tempo para montar uma regulamentação adequada, testar a qualidade e o impacto

dessa regulamentação e criar uma capacidade institucional para lidar com a realidade de um mercado aberto em áreas como resseguros, seguros de acidentes de trabalho e também de frete” (*apud* Moreira, 1997a).

Portanto, nas negociações sobre o Protocolo de Serviços Financeiros no âmbito do Gats, os negociadores brasileiros não fugiram à regra, pois os compromissos específicos assumidos pelo país asseguraram um grau de liberalização equivalente às condições existentes no mercado financeiro doméstico.

No caso dos serviços bancários, o estabelecimento de filiais e subsidiárias de instituições estrangeiras, bem como aumentos da participação estrangeira no capital de instituições brasileiras estão assegurados tanto na oferta brasileira em conexão com o programa de privatização de instituições financeiras públicas, como pela cobertura do passivo de bancos brasileiros em liquidação, de acordo com as Exposições de Motivos que procuram reestruturar o sistema financeiro nacional.

Nas atividades de seguro, desde o parecer da AGU (junho de 1996), não há na legislação brasileira nenhuma regra que restrinja a participação do capital estrangeiro no mercado segurador doméstico. Além disso, a proposta também estabeleceu o IRB como temporário, aguardando regulamentação da atividade privada, ao mesmo tempo em que reajusta sua situação financeira.

Assim, a oferta brasileira consolidou as regras da legislação atual sem assumir novos compromissos. Alguns serão revistos, mas nada ficou definido *a priori*. A oferta brasileira prevê a introdução de compromissos relativos à participação do capital estrangeiro em instituições financeiras, num período de até dois anos após a adoção por parte do Congresso Nacional de legislação específica, quando permitirá tal participação (resseguro, cartão de crédito, *factoring*, seguro de acidentes do trabalho e seguro de embarcações inscritas no regime brasileiro).

Em suma, os possíveis impactos do acordo sobre a entrada de instituições estrangeiras (bancos e seguradoras) no mercado doméstico devem ocorrer mediante a consolidação de maior credibilidade dos compromissos do país em relação ao acesso aos mercados domésticos.²³ Noutras palavras, o fato de o país ter assumido compromissos não-discriminatórios no contexto das negociações multilaterais de serviços financeiros sinaliza aos parceiros comerciais e aos investidores em geral a intenção de manter-se determinado nível de abertura do mercado brasileiro à participação estrangeira.

De acordo com Almeida (1998b, p. 2), “é evidente que qualquer acordo internacional que se faça em áreas ainda inéditas de regulação multilateral redundará numa diminuição da esfera da soberania absoluta dos Estados nacionais e na redu-

(23) O Brasil consolida a política de liberalização do mercado de serviços financeiros (interna) e transforma-a num compromisso internacional, regulamentado pela OMC. Segundo Tamer (1998), “a liberalização, consolidada com o acordo internacional, criará mais facilidades para o lançamento de títulos e captações no mercado financeiro internacional, pois os grandes bancos apresentaram interesse em instalarem-se no país. Será o último passo da integração definitiva do Brasil ao mercado financeiro internacional”.

ção ulterior dos poderes regulatórios dos legisladores econômicos e, na outra vertente, num aumento do grau de interdependência das economias e da margem de liberdade alocada aos agentes econômicos privados. Porém, isso é próprio das tendências atuais do multilateralismo econômico e da própria agenda negociadora internacional, das quais participa o Brasil em plena consciência de causa e tendo sempre como critério absoluto de atuação o interesse nacional na matéria. Dentre esses critérios, não se situa o de privilegiar o capital estrangeiro em detrimento do capital nacional”.

De modo geral, apreende-se que o regime multilateral de serviços financeiros sob o Gats não deverá ter impactos significativos sobre a entrada de instituições financeiras no Brasil. Embora o interesse estrangeiro no mercado doméstico de serviços financeiros tenha aumentado de forma considerável nos últimos anos, identificamos que os determinantes desse aumento inscrevem-se em um conjunto de fatores de ordem interna, tais como a estabilização da economia, perspectiva de crescimento do mercado doméstico, reestruturação do sistema financeiro, decisões de política econômica doméstica etc., bem como nas estratégias de concorrência dos grandes bancos internacionais e, em menor grau, no acordo obtido sob os auspícios do Gats. Como afirma Bevilaqua (1997, p. 74), “é difícil imaginar que compromissos que configuram um grau de liberalização como o subjacente à oferta brasileira no Gats possam ser responsáveis pelo substancial aumento do interesse de investidores estrangeiros pelo mercado doméstico no período recente”.

No que se refere aos processos de integração regional, a liberalização financeira no Brasil encontra-se num estágio menos desenvolvido do que nos outros países do Mercosul. Essa assimetria está refletida nos compromissos assumidos pelos países do Mercosul nas negociações sobre serviços financeiros no âmbito do Gats. A Argentina, por exemplo, desde o início da década dos 90, tem conta de capital aberta. O processo de liberalização financeira foi mais intenso e bastante abrangente sobretudo nos serviços bancários.

Assim, a Argentina assumiu compromissos específicos que não prevêem nenhuma limitação de acesso ao mercado no que diz respeito ao estabelecimento de presença comercial nos serviços financeiros, exceto seguros. Além disso, o consumo de serviços bancários no exterior, que não é permitido no caso brasileiro, não tem nenhum tipo de restrição no caso argentino. O mercado argentino de seguros está fechado a novas seguradoras, embora a compra de empresas por estrangeiros seja permitida (Bevilaqua, 1997, p. 82). O Uruguai também tem conta de capital aberta, desde meados dos anos 70.

Dada essa assimetria no grau de liberalização financeira, uma abertura de mercado por parte do Brasil no âmbito do Mercosul, especialmente no setor de serviços bancários, seria equivalente a uma liberalização multilateral. O mesmo argumento aplica-se às negociações no âmbito da Alca, que terão por base os acordos bilaterais e sub-regionais já existentes. A abertura de mercado para os países do hemisfério corresponderia a uma liberalização em caráter multilateral.

Dessa forma, a liberalização financeira em âmbito regional está bastante limitada pelas posições brasileiras no contexto da OMC, contanto que o país consiga resistir

às pressões americanas.²⁴ Em caso afirmativo, avanços na liberalização financeira deverão ocorrer mediante negociações multilaterais, com a convergência da regulamentação brasileira aos padrões dos outros membros de comércio regionais. A curto prazo, poderá ocorrer também harmonização da legislação prudencial, bem como serem levantadas outras questões que não envolvem acesso a mercado e tratamento nacional.

No setor de seguros, igualmente há divergências importantes entre os membros do Mercosul, sobretudo em relação às exigências de capitalização e constituição jurídica das empresas de seguros. O padrão de capital mínimo requerido no Brasil é substancialmente maior do que nos outros países. Em relação à constituição jurídica, a forma societária admitida no Brasil é a das sociedades anônimas com ações nominativas, enquanto nos outros países aceita-se a forma de organização em sociedades anônimas com ações ao portador.

A liberalização financeira, portanto, não pode ser tratada como uma panacéia, a fim de solucionar todos os problemas de financiamentos inerentes à economia brasileira. Deve, sim, ser inserida no processo de reestruturação do sistema financeiro doméstico. Porém, a reestruturação, necessariamente, deve ser mais ampla do que a liberalização, ao incluir regras de capitalização das instituições, de supervisão antecipada etc. Assim, o processo de (re)construção de um sistema financeiro não pode ser tratado de forma geral e uniforme a todos os países, devendo ser ajustado aos processos internos de reestruturação e, portanto, às decisões de política macroeconômica domésticas.

Finalmente, apreende-se que a diplomacia brasileira permanece, por um lado, bombardeada em vários *fronts* para ampliar as condições de acesso ao mercado doméstico. As pressões por maior integração financeira são exercidas em diferentes fóruns: Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços na OMC, Protocolo sobre Serviços Financeiros no Mercosul, na Alca, no FMI para abertura da conta de capitais, no Acordo Multilateral sobre Investimento na OCDE, no Comitê Hemisférico de Assuntos Financeiros impulsionado pelo Tesouro americano etc. Por outro lado, adotou estratégia semelhante ao atuar em diferentes blocos regionais: acordo com a Comunidade Andina, com a Comunidade dos Países da América Central, com a União Européia, apoio à implementação da Rodada do Milênio etc. O confronto dos interesses nas diferentes instâncias de negociação, com as forças políticas e econô-

(24) 'Pressão externa' é um conceito fugidio. Nassuno (1998, p. 26) realizou uma tentativa de definição, baseando-se nos autores da teoria da estabilidade hegemônica (Gilpin, Kohane, Krasner e outros); chegou à conclusão de que "o conceito de pressão externa refere-se à capacidade de um país A forçar outro B a fazer algo que em outras condições não faria. E os instrumentos de pressão considerados são as retaliações comerciais e condicionalidades, que representam instrumentos de pressão comercial e financeira, respectivamente". Bom exemplo de casos de pressões externas pôde ser observado após a crise da Ásia iniciada na Tailândia, em julho de 1997, quando as autoridades do FMI insistiam em lograr substancial abertura e liberalização dos mercados financeiros e de capitais como condição para o repasse de recursos emergenciais. Sobre as pressões exercidas pelos Estados Unidos com vistas a forçar a liberalização financeira no Japão, em meados dos anos 80, ver OECD (1997, p. 36) e Levi (1997).

micas envolvidas, vai permitindo as transformações possíveis. De maneira geral, cabe aos negociadores brasileiros continuar na resistência, defensivamente, a fim de consolidar o processo de reestruturação financeira e produtiva interna, sobretudo no que se refere às negociações para implementação da Alca, o que nada tem a ver com protecionismo. Além disso, como a Alca não constitui o único eixo de integração comercial da política americana, uma vez que os Estados Unidos estão desenvolvendo dois outros projetos – um voltado para a Europa, outro para a Ásia (Asia Pacific Economic Cooperation – Apec) –, a opção mais vantajosa para o Brasil é perseguir, simultaneamente, uma política de integração multilateral *vis-à-vis* os três grandes blocos (Nafta, União Européia e Ásia). Essa estratégia poderia consolidar a posição do Brasil como *global trader* com interesses diversificados e com preferência por um sistema de comércio multilateral e não-discriminatório. Para se ter uma idéia da diversificação geográfica do intercâmbio comercial brasileiro, em 1996, 27% das exportações dirigiam-se aos países da União Européia, 20% aos países da Nafta (excluindo o México), 16% aos países da Ásia, 8% aos países da Aladi (excluindo o Mercosul) e 15% aos países do Mercosul (Tabela 4).

ABELA 4
BRASIL
COMÉRCIO EXTERIOR (1990-98, ANOS SELECIONADOS)

A – EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS – PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL DOS PRINCIPAIS BLOCOS NO TOTAL						
BLOCOS	1990	1992	1994	1996	1998	
Mercosul	4,2	11,4	13,6	15,3	7,1	
Aladi (exceto Mercosul)	6,0	9,7	8,8	7,6	8,6	
Ásia	16,8	15,5	16,2	16,3	14,6	
União Européia	31,4	29,6	27,1	26,8	27,4	
Nafta (exceto México)	26,2	20,8	21,7	20,3	20,1	
Demais	15,4	13,0	12,6	13,6	12,3	
B – IMPORTAÇÕES BRASILEIRAS – PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL DOS PRINCIPAIS BLOCOS NO TOTAL						
	1990	1992	1994	1996	1998	
Mercosul	11,2	10,8	14,0	15,5	16,4	
Aladi (exceto Mercosul)	6,0	9,2	5,2	6,2	5,0	
Ásia	8,4	8,5	13,1	18,4	15,8	
União Européia	22,2	20,5	25,1	26,5	29,2	
Nafta (exceto México)	23,4	26,4	24,8	24,3	25,5	
Demais	28,8	24,6	17,8	9,0	7,9	
C – INTERCÂMBIO COMERCIAL BRASIL-MERCOSUL (US\$ MILHÕES FOB)						
PAÍSES	1997			1998		
	Importação	Saldo	Exportação	Importação	Saldo	Exportação
Argentina	6.798	8.111	-1.344	6.747	8.028	-1.281
Paraguai	1.406	528	878	1.249	349	900
Uruguai	870	979	-109	880	1.048	-168
Mercosul	9.043	9.638	-595	8.876	9.425	-549
Total Geral	52.990	61.347	-8.357	51.120	57.550	-6.430

Fonte: Indústria e Produtividade (1999, p. 33).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKYÜZ, Yılmaz ; CORNFORD, Andrew
1994 *Regimes for international capital movements and some proposals for reform*. Genebra : UNCTAD (Discussion Papers, 83).
- ALMEIDA, Hamilton
1998 Mercosul e Andinos terão livre comércio em 2000. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 17 de abr., p. A-4.
- ALMEIDA, Paulo Roberto de
1997 A Democratização da sociedade internacional e o Brasil: ensaio sobre uma mutação histórica de longo prazo. *Revista Brasileira de Política Internacional*, Brasília, n. 2, p. 76-105.
1998a *A Crise asiática, a agenda financeira mundial e a posição do Brasil*. Brasília : Ministério das Relações Exteriores, mimeo.
1998b *O Acordo de Investimento da OCDE e o Brasil*. Brasília : Ministério das Relações Exteriores, mimeo.
- BARROSO, Cecília ; BUENO, Denise
1998 IRB deve ser privatizado até 1999. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 15 de abr., p. 2 (Caderno Indústria de Seguros).
- BARTOT, Ivanir José
1997 Gustavo Franco critica proposta do FMI. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 23 de set., p. B-1.
- BATISTA, Paulo Nogueira
1994 O Mercosul e os interesses do Brasil. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 8, n. 21, p. 79-95.
- BELLI, Benoni
1996 O Fim da guerra fria: algumas implicações para a política externa brasileira. *Revista Brasileira de Política Internacional*, Brasília, ano 39, n. 1, p. 120-131.
- BEVILAQUA, Afonso S.
1997 *O Comércio internacional de serviços financeiros e o Brasil*. Brasília : Ministério das Relações Exteriores. Projeto MRE/BID (Relatório de Pesquisa).
- BITTENCOURT, Getúlio
1998 Mais duas superfusões de bancos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14 de abr., p. A-1.

CALDAS, Ricardo W.

1995 *The Evolution of Brazil's position in the Uruguay Round of the GATT, with particular emphasis on the issue of services*. [s.l.] Department of International Relations of the University of Kent at Canterbury (Thesis for the Degree of Doctor of Philosophy).

CARVALHO, Maria Christina

1998 Sudameris passa a ser o maior banco estrangeiro. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 6 de abr., p. B-3.

CASTRO FILHO, Antônio de

1997 O Sistema financeiro e a Alca. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 22 de dez., p. A-2.

CHESNAIS, François (Org.)

1996 *La Mondialisation financière*. Genèse, coût et enjeux. Paris: Syros.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo

1997 *As Transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)*. Campinas. Tese de (Doutoramento), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.

CORNFORD, Andrew J.

1991 *The Multilateral negotiations on banking services: context and selected outstanding issues*. Genebra : UNCTAD (Discussion Papers, 39).

DAUSTER, Jório

1998 Brasil deve apoiar Rodada do Milênio. Entrevista com Denise Crispim Marin. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 17 abr., p. 2-10.

FERRARI, Livia

1998 II Cúpula das Américas discute criação da Alca. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 15 de abr., p. A-4.

1999 Brasil vai negociar sozinho um acordo com os andinos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 1 de abr., p. A-7.

FREITAS, Maria Cristina Penido

1997 A Natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, p. 51-83.

GAZETA MERCANTIL

1998 Formação do bloco ainda é alvo de críticas de países. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 15 de abr., p. A-4. Tradução de artigo publicado em *The Economist*.

GREY, R. de C.

1991 *Financial services and the Uruguay round*. Genebra UNCTAD (Discussion Papers, 34).

INDÚSTRIA E PRODUTIVIDADE

1997 O Jogo da Alca. *Indústria e Produtividade*, Brasília, ano 30, n. 300.

1999 A Crise dos oito anos. *Indústria e Produtividade*, Brasília, ano 32, n. 312, p. 24-33.

LAMPREIA, Luiz Felipe

1998a A Participação do Brasil na Alca. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 17 de abr., p. 1-3.

1998b Para Lampreia, Alca pode ficar no papel. Entrevista com Valdo Cruz ; Marta Salomian. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 16 de abr., p. 2-6.

LEVI, Maria Luiza

1997 Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 17, n. 1, p. 40-59.

LINS DA SILVA, Carlos Eduardo

1998 A Segunda cúpula das Américas. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 18 de abr., p. 1-10.

MACHADO, João Bosco ; VEIGA, Pedro da Motta

1997 A Alca e a estratégia negociadora brasileira. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, Rio de Janeiro, n. 51.

MAINENTI, Mariana

1998 Novas opções de resseguro agitam mercado. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 15 de abr., p. 3. (Caderno Indústria de Seguros).

MARCONINI, Mário

1997 A OMC, o Mercosul e o comércio de serviços: aspirações regionais na era pós-Gats. In: *O DIREITO do comércio internacional*. [s.l.] : Observador Legal Editora.

MARIN, Denise Chrispim

1998 Brasil deve apoiar Rodada do Milênio. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 17 de abr., p. 2-10.

MERCOSUL – Mercado Comum do Sul

1997 *Protocolo de Montevideo sobre el comercio de servicios del Mercosur*. Montevideo, 15/12/1997 (Mercosur/CMC/DEC nº 13/97).

MERCOSUL – Mercado Comum do Sul

1998 *Lista dos compromissos específicos da República Federativa do Brasil*. Brasília, Grupo *Ad Hoc* sobre Serviços.

MOREIRA, Assis

1997a Acordo financeiro pode falhar na OMC. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 10 de dez., p. B-16.

1997b Proposta do Brasil ainda sofre resistência. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 10 de dez., p. B-16.

1998 UE prepara-se para enfrentar formação da Alca. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 16 de abr., p. A-4.

1999 OMC deve adiar abertura de serviços financeiros. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 20 de jan., p. B-3.

NASSUNO, Marianne

1998 Pressão externa e abertura comercial no Brasil. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 18, n. 1, p. 26-43.

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development

1997 Regulatory reform in the financial services industry. Where have we been? Where are we going? *Financial Market Trends*, Paris, n. 67, p. 31-96.

OMC – Organização Mundial de Comércio

1994 *Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços*. Genebra.

PELLEGRINI, Josué

1997 *A Oferta de serviços financeiros apresentada pelo Brasil na OMC*. Brasília: Ministério da Fazenda/Secretaria de Assuntos Internacionais, mimeo.

RÊGO, Elba Cristina Lima

1995 O Processo de integração do Mercosul. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 3, p. 167-196.

1996 Do Gatt à OMC: o que mudou, como funciona e para onde caminha o sistema multilateral de comércio. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 3, n. 6, p. 3-22.

SCOHOTT, Jeffrey (Ed.)

s. d. *Restarting fast track*. Washington D.C.: Institute for International Economics (<http://www.iie.com>).

SILVA, Luiz Afonso Simoens da

1998a *As Negociações externas do Mercosul*. Brasília, mimeo.

SILVA, Luiz Afonso Simoens da

1998b Perspectivas financeiras para o Mercosul. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 3 de maio, p. 2-2.

1999 Ainda falta integrar o setor financeiro. *Gazeta Mercantil Latino-americana*, São Paulo, 1^a a 7 de fev., p. 23-24.

SUNKEL, Osvaldo

1998 Desarrollo e integración regional: otra oportunidad para una promesa incumplida? *Revista de la Cepal*, Santiago, n. especial, p. 229-241.

TACHINARDI, Maria Helena

1998 Brasil e Argentina querem restringir dados. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 20 de abr., p. A-20.

TAMER, Alberto

1998 Serviços financeiros. Abertura, agora, é sem recuo. *Revista Rumos*, Rio de Janeiro, ano 22, n. 146, p. 15.

TAVARES, Maria da Conceição

1998a As Cúpulas das Américas. *Folha de S. Paulo*, São Paulo 26 de abr., p. 2-8.

1998b A Alca: interessa ao Brasil? *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 29 de mar., p. 2-7 (Caderno Economia).

TAVARES, Maria da Conceição; GOMES, Gerson

1998 La Cepal y la integración económica de América Latina. *Revista de la Cepal*, Santiago, n. especial, p. 213-228.

VENTURA, Vivianni

1999 A Inserção internacional da América Latina. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 11 de abr., p. 1-3.

WTO – World Trade Organization

1996 *Trade policy review – Brazil 1996*. Genebra, p. 150-164.

1997a *Communication from Brazil*. Revised conditional offer on financial services World Trade Organization/Committee on Trade in Financial Services, 12 December 1997. Genebra (Oferta brasileira ao Acordo sobre Serviços Financeiros).

1997b *Communication from Argentina*. Offer on financial services World Trade Organization/Committee on Trade in Financial Services, 12 December 1997. Genebra (Oferta argentina ao Acordo sobre Serviços Financeiros).

O processo de abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90 é o tema desta coletânea de quatro artigos. No primeiro, Daniela Magalhães Prates examina os impactos dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro brasileiro. No segundo, Daniela Magalhães Prates e Maria Cristina Penido de Freitas consideram a ampliação da abertura financeira em termos de diversificação das modalidades de captação de recursos externos e seus impactos sobre o mercado de crédito doméstico. No terceiro artigo, Maria Cristina Penido de Freitas – tendo como ponto de partida os determinantes externos e internos da presença cada vez maior dos bancos estrangeiros no sistema financeiro nacional – examina os prós e os contras da política de abertura implementada pelas autoridades econômicas. No quarto artigo, Marcos Antonio Macedo Cintra analisa a participação brasileira na liberalização dos serviços financeiros, negociada em diferentes instâncias, multilaterais e regionais – a OMC, o Mercosul e a Alca.

ISBN 85-7285-078-2



9 788572 850780