

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA
ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA)

2ª edição

**O MERCADO BRASILEIRO
DE CAPITAIS**

DOCUMENTOS EPEA - N.º 2

O mercado
brasileiro de
capitais

Documentos EPEA — N.º 2

(2.ª edição, contendo o projeto de lei
do Mercado de Capitais)

Elaborado sob a direção do
Prof. Mário Henrique Simonsen

Escritório de Pesquisa
Econômica Aplicada (EPEA),
do Ministério do Planejamento.

**MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E
COORDENAÇÃO ECONÔMICA**

MINISTRO

ROBERTO DE OLIVEIRA CAMPOS

SECRETÁRIO-GERAL

Sebastião Sant'Anna e Silva

CHEFE DO GABINETE

Artur Soares Amorim

DIRETOR ADMINISTRATIVO

Edmar de Souza

**SECRETÁRIO-GERAL E
COORDENADOR TÉCNICO DC
EPEA**

João Paulo dos Reis Velloso

Documentos EPEA

**N.º 1: Programa de Ação Econômica
do Governo — 1964/1966
(Síntese) — 2.ª edição**

**N.º 2: O Mercado Brasileiro de Ca-
pitais — Elaborado sob a dire-
ção do Prof. Mário Henrique
Simonsen — 2.ª edição**

Maio de 1965

Apresentação do Ministro do Planejamento à série dos “Documentos EPEA”

Há dois modos bem distintos de encarar o processo de desenvolvimento econômico. O primeiro vê tudo em termos de intensificação do ritmo de formação física de capital, envolvendo assim um certo grau de ilusão mecanicista. O segundo encara o desenvolvimento como um processo através do qual os agentes econômicos, consumidores e empresas, adequadamente motivados, aprendem a mobilizar de forma eficiente os recursos materiais e humanos, para realizar o potencial máximo de crescimento do produto real da comunidade.

A segunda conceituação leva ao aparente truísmo de que uma condição necessária, se não suficiente, para desenvolver-se é querer desenvolver-se. Ou seja, adotar a motivação e a linha de ação que levam ao desenvolvimento.

A divulgação em larga escala da síntese do Programa de Ação do Governo, como primeiro volume da série dos “Documentos EPEA”, representa um passo novo no sentido de obter a indispensável compreensão e participação de todas as camadas populares na tarefa de planejamento e coordenação econômica. Quando se escrever a crônica econômica da Revolução, a etapa que agora se inicia deverá caracterizar-se principalmente pelo diálogo. Os primeiros meses da atual política econômica, de abril a dezembro, constituíram uma fase, até certo ponto, de introspecção criadora: a tarefa gigantesca de reconstruir economicamente o país, seja através de medidas de eliminação das distorções inflacionárias, seja de medidas de revitalização da economia, seja de reformas econômicas e sociais, representou uma luta cruel contra o tempo. A opção era dramática: ou agir rápida e eficazmente, como se procurou fazer, ou aceitar a alternativa da hiperinflação com estagnação.

Na área do Planejamento e Coordenação Econômica, a ativação do diálogo democrático com as forças representativas do país, no es-

tágio que agora começa, será alcançada não apenas através da criação do Conselho Consultivo de Planejamento, recentemente efetivada pelo eminente Presidente Castello Branco, e no qual estarão representadas as diferentes classes sociais e entidades estaduais de planejamento, como também por intermédio das duas séries de publicações que o EPEA está iniciando.

A primeira, os "Documentos EPEA", empreenderá uma análise de aspectos menos conhecidos da economia brasileira, a começar por um estudo sobre o "Mercado Brasileiro de Capitais", e outro a respeito da integração do planejamento ao nível nacional com o planejamento ao nível regional.

A segunda, de divulgação mais ampla, discutirá problemas da atualidade econômica nacional em linguagem não técnica, incluindo uma apreciação das reformas econômicas e sociais recentemente aprovadas pelo Congresso, nas áreas da agricultura, tributação, sistema bancário, habitação popular, etc.

Constituem essas duas séries parte de um amplo programa de divulgação a ser empreendido pelo EPEA, com o objetivo, já assinalado, de obter o clima indispensável à colaboração popular com a política de desinflação, desenvolvimento e reforma social do atual Governo. Se a iniciativa alcançar o êxito esperado, teremos encontrado uma fórmula bem sucedida de planejamento democrático: rigor científico, bom senso e participação da comunidade.

Roberto de Oliveira Campos

Índice

Apresentação	5
Introdução	9
PARTE I — Estimativas Globais da Formação Bruta de Capital e das Poupanças Geradas para o seu Financiamento	
1.1 A Formação Bruta de Capital	11
1.2 Recursos para o Financiamento da Formação de Capital	16
PARTE II — Os Mecanismos de Canalização das Poupanças	
2.1 Descrição Geral dos Mecanismos de Canalização das Poupanças para o Financiamento da Formação de Capital	25
2.2 A Canalização de Poupanças pelo Sistema Financeiro	26
2.3 Classificação das Fontes de Recursos para o Financiamento de Formação de Capital	32
ANEXO à Parte II — O Papel do Governo e do Setor Privado na Formação de Capital	37
PARTE III — Fundos Públicos para Formação de Capital	
3.1 Orçamento da União	47
3.2 Fundos Especiais	51
3.3 Reinvestimentos Federais	52
3.4 Outros Fundos Federais	52
3.5 Recursos Regionais	56
PARTE IV — Fontes Privadas de Financiamento	
4.1 O Mercado de Ações	59
4.2 Problemas Básicos do Mercado de Crédito	64
4.3 O Mercado de Crédito a Curto Prazo	66
4.4 O Mercado de Crédito a Médio Prazo	68
4.5 O Mercado de Crédito a Longo Prazo	71
4.6 As Sociedades de Investimentos	73
4.7 Tratamento Fiscal	74
PARTE V — Conclusões e Sugestões	
5.1 Síntese das Características do Mercado Brasileiro de Capitais	77
5.2 Providências Recentes do Atual Governo	79
5.3 Sugestões para o Aperfeiçoamento do Mercado Brasileiro de Capitais	80
ANEXO: Projeto de lei do Mercado de Capitais	83

O Mercado Brasileiro de Capitais

Introdução

O objetivo do presente estudo consiste em descrever quantitativamente o processo de formação de capital no Brasil, indicando onde se originam as poupanças e como são elas canalizadas para o financiamento dos investimentos. (*) A análise se estenderá bem além da descrição convencional do Mercado de Capitais, porquanto as Bólsas de Valôres e as Sociedades Financeiras em geral respondem apenas por uma pequena parcela dessa canalização.

O estudo divide-se em cinco partes. (**) A primeira descreve a origem da formação de poupanças, procurando identificar quem poupa. Os dados dessa secção são, essencialmente, os publicados pela Fundação Getúlio Vargas referentes à Conta Consolidada de Capital da Economia Brasileira. A segunda parte descreve, em linhas gerais, como essas poupanças são compulsória ou voluntariamente captadas pelas fontes diretamente responsáveis pela concessão de recursos para a formação de capital; o interêsse especial dessa secção reside no fato de que grande parte dessa captação de poupanças se tem processado por mecanismos compulsórios associados à inflação e, em particular, na análise de como o processo inflacionário tem canalizando poupanças privadas para o financiamento de inversões públicas.

(*) Agradecemos ao Prof. Isaac Kerstenetzky, da Fundação Getúlio Vargas, valiosas sugestões e comentários, particularmente em relação à parte I. Ocioso esclarecer que o Prof. Isaac não é responsável pelas possíveis deficiências, nem pelas conclusões do trabalho.

(**) Assinale-se que o presente trabalho, cujo objetivo foi acima definido, não se propôs empreender uma análise sistemática, praticamente relevante e teóricamente fascinante, do comportamento e motivações dos investidores. Trata-se de aspecto que talvez venha a ser focalizado em um de nossos futuros estudos.

A terceira e a quarta parte descrevem, respectivamente, as fontes públicas e privadas de financiamento; não se trata aí da identificação de quem poupa, mas de quem supre, em última instância, os recursos para o financiamento das inversões públicas e privadas. A quinta parte finalmente resume algumas sugestões para o desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais, tornando-o menos dependente dos mecanismos compulsórios, sobretudo dos associados à inflação.

A análise esforçar-se-á por ser o quanto possível quantitativa, não apenas citando verbalmente mas também aferindo a importância de cada uma das fontes de financiamento existentes. Todavia, as limitações de ordem estatística não permitem que se chegue ao grau de precisão e de pormenor que seria de se desejar.

Parte I

Estimativas globais da formação bruta de capital e das poupanças geradas para o seu financiamento

1.1 A Formação Bruta de Capital

As Contas Nacionais preparadas pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas incluem a estimativa, ano a ano, da formação bruta de capital no país, cobrindo o período 1947/1960. De acôrdo com essas estimativas, a formação bruta de capital no país teria oscilado, no período em análise, em tórno da média de 16,6% do Produto Interno Bruto (PIB), como se pode inferir do Quadro I a seguir.

O método pelo qual essas estimativas de formação de capital foram apuradas impõe certas reservas preliminares e de ordem geral quanto à representatividade quantitativa dos resultados indicados. Com efeito, a não ser para 1949 e 1958, a formação bruta de capital fixo foi estimada não por adição direta de investimentos setoriais mas pela interpolação ou extrapolação dos dados referentes àqueles dois anos, por meio de um índice que combina o consumo aparente de matéria-prima e a importação de bens de capital. Especificamente, o cálculo da formação bruta de capital obedeceu à seguinte metodologia:

1) *Formação bruta do capital fixo*

As únicas avaliações diretas referem-se aos anos de 1949 e 1958. A primeira foi feita a partir dos dados do Censo de 1950 e a segunda

Quadro I *Formação Bruta de Capital*

ANO	FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO		VARIÇÃO DE ESTOQUES		FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL	
	Cr\$ bilhões	% do PIB	Cr\$ bilhões	% do PIB	Cr\$ bilhões	% do PIB
1947.....	28,4	17,4	— 2,8	— 1,7	25,6	15,7
1948.....	30,0	16,2	— 0,7	— 0,4	29,3	15,8
1949.....	32,3	15,1	— 4,1	— 1,9	28,2	13,2
1950.....	33,6	13,3	— 4,7	— 1,8	28,9	11,5
1951.....	49,2	16,2	8,6	2,8	57,8	19,0
1952.....	54,4	15,5	17,0	4,9	71,4	20,4
1953.....	55,8	13,1	2,7	0,6	58,5	13,8
1954.....	91,4	16,6	22,5	4,1	113,9	20,7
1955.....	99,2	14,4	13,5	2,0	112,7	16,4
1956.....	117,0	13,3	16,1	1,8	133,1	15,2
1957.....	137,9	13,2	32,5	3,1	170,4	16,2
1958.....	181,0	14,0	25,4	1,9	206,4	15,9
1959.....	288,0	16,3	66,1	3,7	354,1	20,0
1960.....	355,6	15,0	68,2	2,9	423,8	17,9

FONTE: IBRE — FGV.

utilizando como fonte principal o Registro Industrial de 1958. Para os outros anos, o Instituto Brasileiro de Economia recorre a uma projeção através de índices que combinam o consumo aparente de matérias-primas na produção interna (produção nacional mais importações menos exportações das respectivas matérias-primas) e a importação de bens de capital.

Para 1949 e 1958 os dados fundamentais foram calculados da forma seguinte:

a) a produção nacional de equipamentos avaliou-se pelos dados do Censo Industrial em 1949, e pelo Registro Industrial, em 1958, acrescentando-se ao valor da produção a preços de fábrica uma percentagem correspondente às margens de comercialização;

b) a importação de equipamentos foi calculada pelos registros do Serviço de Estatística Econômica e Financeira, do Ministério da Fazenda, acrescentando-se também a percentagem referente à comercialização;

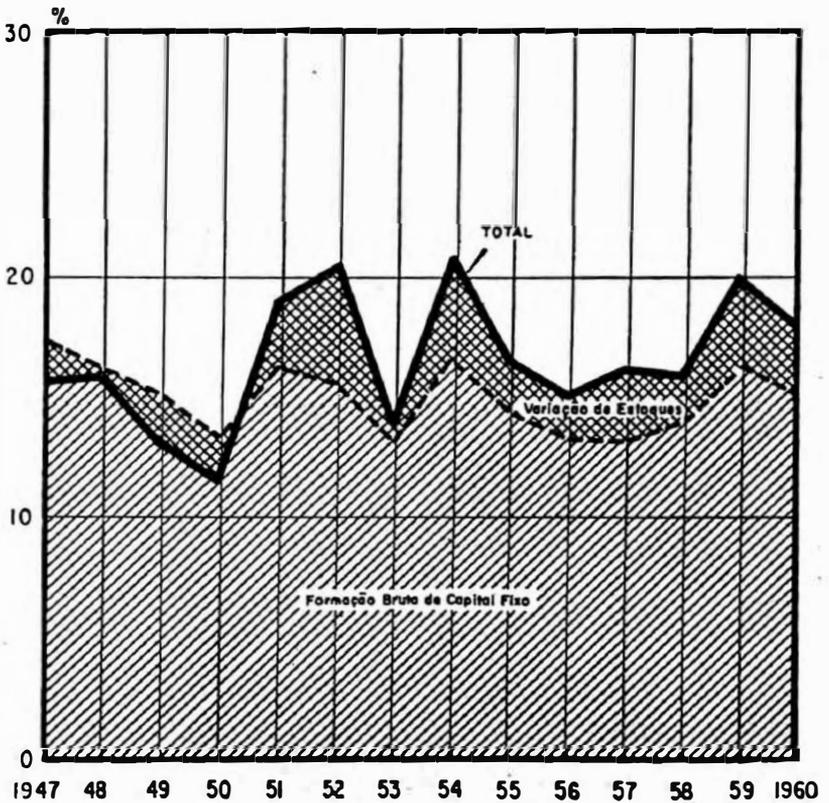
c) as construções governamentais foram avaliadas com base nos orçamentos e balanços da União, Estados e Municípios;

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

GRÁFICO
1

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL

EM % DO P.I.B.



d) as construções do setor privado foram estimadas com base nas áreas licenciadas nos Municípios das Capitais e do preço médio de construção na região, introduzindo-se coeficientes de correção correspondentes aos prazos médios de construção, às áreas licenciadas mas não construídas e aos municípios fora das capitais.

No cálculo das estimativas projetadas para os outros anos, a não-ser 1949 e 1958, foram utilizados os dados da produção nacional publicados pelo Serviço de Estatística da Produção do Ministério da Agricultura e os de importação e exportação coletados pelo já referido SEEF.

Na construção do índice de projeção, o consumo de matérias-primas é corrigido de modo a levar em conta as variações de estoques e o resultado é multiplicado por coeficientes estimados a partir dos Registros Industriais e correspondentes ao acréscimo de valor resultante da transformação industrial das referidas matérias-primas.

2) *Varição de estoques*

As estimativas subdividem-se em três itens:

a) variação de estoques na agricultura, identificada com a estimativa de variação dos rebanhos (a partir das estimativas do Serviço de Estatística da Produção e do preço médio dos animais em pé, em cada unidade da Federação);

b) variação dos estoques de produtos agrícolas, inclusive café, adquiridos pelo Governo (dados do Banco do Brasil e da SUMOC);

c) variação dos estoques no setor urbano, projetando-se os dados básicos consignados no Censo de 1950 pelas variações assinaladas no Registro Industrial e nos Inquéritos Econômicos.

Por mais cuidadoso que possa ser esse método de avaliação por índices, é claro que os resultados obtidos não merecem a mesma confiança dos que resultariam da adição direta de investimentos setoriais. A falta de estatística do IBGE e outros órgãos coletores de informações primárias obriga a Fundação Getúlio Vargas, na ausência de melhor alternativa, a recorrer a esse critério indireto de avaliação. Diga-se de passagem, a virtual falência do sistema estatístico brasileiro nos últimos anos é responsável pela desatualização da série a qual, como vimos, se estende apenas até 1960.

Feitas essas ressalvas quanto à metodologia estatística, podem-se anotar as seguintes principais observações a respeito da série da formação bruta de capital:

a) De um modo geral, as taxas de investimento reveladas pelo quadro I parecem consistentes com as taxas de crescimento calculadas para o Produto Real. Como assinalamos anteriormente, entre 1947 e 1960 a taxa bruta de formação de capital estimou-se, em média, em 16,6% do PIB. Deduzindo-se 5% do PIB como estimativa das depreciações, resultariam 11,6% do PIB como taxa líquida de investimentos. Comparando essa cifra com a taxa média de crescimento do Produto Real no período (5,8% a.a.) resultaria uma relação líquida incremental capital/produto de 2,0 em termos anuais. Não se dispõe de elementos de verificação direta quanto a essa relação. Mas a ordem de grandeza acima estimada parece razoável, tendo em vista o caráter predominantemente extensivo do incremento da produção agrícola no período em questão, a concentração de investimentos em setores manufatureiros de relação capital/produto relativamente baixa, e o descaso a que foram relegados certos investimentos sociais (v.g. habitação) de alta relação capital/produto.

b) Sobretudo nos primeiros anos da série, nota-se uma apreciável sensibilidade da taxa de formação de capital fixo à maior ou menor folga de importações. Assim, em anos de importações apertadas, como os de 1949, 1950 e 1953, a taxa bruta de formação de capital fixo se mostrou bem inferior à correspondente aos anos de importações folgadas, como 1951, 1952 e 1954.

c) O reforço de investimentos, associado ao Programa de Metas do Governo Kubitschek, explica a alta da taxa de formação de capital fixo nos anos de 1959 e 1960.

d) As variações de estoques parecem ser facilmente interpretáveis em ordem de grandeza. Entre 1947 e 1950, os estoques teriam decrescido, primeiro por força do esgotamento dos estoques de café em poder do DNC, depois em virtude das restrições de importações impostas pela CEXIM. Em 1951 e, sobretudo em 1952, a CEXIM desafogou seus controles diante do temor de que a guerra da Coréia se transformasse num conflito mundial. O resultado foi a forte acumulação de estoques. Nos últimos anos da série (1957/1960), os aumentos de estoques foram grandemente influenciados pela superprodução cafeeira e pelo conseqüente acúmulo de excedentes em poder do IBC.

São essas algumas das observações sugeridas pelo exame das estimativas da formação bruta de capital no período 1947/1960. Convém ter sempre em mente que as estimativas supridas pela Fundação Getúlio Vargas, salvo para dois anos da série (1949 e 1958) foram obtidas por critérios indiretos de interpolação e extrapolação

e, como tal, devem ser encaradas com as devidas precauções. Seria altamente desejável que o IBGE se reaparelhasse de modo a se tornar capaz de fornecer os elementos necessários a uma apuração mais acurada da formação bruta de capital. Para isso seria necessário:

a) a coleta de estatísticas nacionais referentes ao volume e ao valor dos investimentos em construção;

b) a obtenção de informações das empresas quanto à compra e venda de equipamentos de produção nacional e importados.

1.2 Recursos para o Financiamento da Formação de Capital

Se as estimativas da formação bruta de capital no Brasil deixam a desejar, maiores ainda têm sido as dificuldades para construir um quadro consolidado dos recursos para o financiamento da formação de capital. A conta de capital publicada pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas vem, até agora, tentando estimar os recursos para a formação de capital pela sua subdivisão nos seguintes itens:

1) – *poupança líquida do setor privado*, compreendendo:

a) poupança pessoal

b) lucro retido das empresas

2) – *poupança em conta corrente do Governo*

3) – *depreciação do capital fixo*

4) – *deficit em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos.*

A estimativa desses diversos itens se tem processado da seguinte maneira:

1) *Poupança líquida do setor privado.* Divide-se nas parcelas já citadas:

a) poupança pessoal: estimada pela soma do aumento dos depósitos bancários populares e a prazo fixo, do acréscimo das reservas técnicas das companhias de seguro e capitalização e do incremento do papel-moeda em poder do público – dados esses registrados pela SUMOC e pelo SEEF;

b) lucros retidos das empresas, calculados a partir das estimativas do lucro total (calculados, por sua vez, na base das declarações

ao Imposto de Renda), aplicando-se um coeficiente de retenção construído pela Fundação Getúlio Vargas através da consolidação dos balanços das sociedades anônimas.

2) *Poupança em conta corrente do Governo.* Resulta da consolidação dos balanços em conta corrente da União, dos Estados e dos Municípios, substituindo-se, para vários municípios, os balanços pelas previsões orçamentárias, no caso de falta de informações sobre os primeiros. A poupança governamental que figura na Conta de Capital inclui também a estimativa da poupança das instituições de Previdência Social.

3) *Depreciação do capital fixo.* Na falta de informações diretas suficientes para a estimativa das depreciações do capital fixo, o IBRE adota um critério simplificado, que consiste em estimar as depreciações em 5% do PIB a preços do mercado.

4) *Saldo em conta corrente do balanço de pagamentos.* Este item é calculado com base nos dados do Balanço de Pagamentos, apurado anualmente pela SUMOC. Como os dados são registrados em dólares, a sua conversão em cruzeiros se faz, a partir de 1953 (quando começaram a vigorar taxas múltiplas de câmbio), a uma taxa variável, igual à média ponderada das taxas cambiais pagas aos exportadores.

Entre os itens acima, dois são estimados por critérios visivelmente insatisfatórios — a poupança pessoal e a depreciação do capital fixo.

No que tange à poupança pessoal, a quantificação é falha, pois nem todo o incremento do papel-moeda em poder do público e dos depósitos populares e a prazo fixo corre por conta dos indivíduos, mas fica parcialmente em poder das empresas. Por outro lado, parte das poupanças pessoais constituídas sob a forma monetária são representadas por depósitos à vista. Entre as outras imperfeições na quantificação deste item, deve-se frisar que algumas importantes modalidades de poupança pessoal são esquecidas: as empregadas na aquisição de imóveis, de ações, de títulos públicos e de letras de câmbio e as poupanças compulsórias tais como as resultantes da Lei n.º 1 474 (BNDE) ou da Lei n.º 4 242 (Empréstimo Compulsório). Somando as retificações, as aparências parecem indicar uma subestimação do item de poupança pessoal.

Ao contrário, no caso das depreciações, é legítimo acreditar que a taxa fixa de 5% é superestimada.

Com efeito, em virtude das exigências da legislação sobre o Imposto de Renda e da conseqüente avaliação das depreciações pelo

critério do custo histórico, numa economia altamente inflacionária, as depreciações realmente contabilizadas devem ter sido bem inferiores à taxa de 5%.

A título de experiência sugestiva, pode-se fazer uma comparação entre a relação depreciações/lucros retidos tal como resulta do balanço consolidado das Sociedades Anônimas (publicado pela "Conjuntura Econômica") e a mesma relação calculada pelos dados da Conta Consolidada de Capital, publicada pela FGV. Para os três últimos anos da série a situação apresenta-se como segue:

(Cr\$ milhões)

ANO	Depreciações	Lucros retidos	Depreciações/ Lucros retidos (1)	Depreciações/ Lucros retidos (2)
1958.....	7 893	44 521	17,7%	114,2%
1959.....	13 054	51 269	25,5%	142,1%
1960.....	13 812	79 995	17,3%	142,4%

(1) Segundo os Balanços das Sociedades Anônimas.

(2) Segundo a Conta Consolidada de Capital.

FONTE: Conjuntura Econômica e Revista Brasileira de Economia.

Em que pesem as deficiências estatísticas, aparece com grande nitidez o valor exagerado conferido às depreciações na sistemática das Contas Nacionais. (*)

Finalmente, o deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente sofreu também distorção, no sentido de sua subavaliação, visto que sua contabilização se processou à taxa média de câmbio paga aos exportadores — taxa que permaneceu distorcivamente supervalorizada até 1961.

O resultado dessa imperfeição de estimativa é um considerável erro de fechamento na Conta Consolidada de Capital. De um modo geral os recursos estimados para formação de capital ficam em média cerca de 15% abaixo dos valores estimados para aquela formação de capital, em alguns anos da série o erro de fechamento ultrapassando 30%.

(*) É claro que as *depreciações reais* devem ter sido bem superiores às contabilizadas pelo custo histórico, devido à inflação, e para elas a estimativa de 5% talvez não fôsse exagerada. Todavia, o que interessa numa conta de capital onde os lucros retidos se indicam pelos valores contabilizados (e não pelos reais), são as depreciações contabilizadas.

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

Tendo em vista essas dificuldades estatísticas e, por sugestão dos próprios responsáveis pela elaboração das Contas Nacionais na Fundação Getúlio Vargas, reconstruiremos a Conta Consolidada de Capital, de acôrdo com os seguintes critérios:

a) o total da formação bruta de capital conservará as estimativas descritas no parágrafo 1.1;

b) os recursos para o financiamento de formação de capital serão divididos em:

b.1 — poupança em conta corrente do Governo — conservando as estimativas acima descritas e incluídas na conta Consolidada de Capital;

b.2 — deficit em conta corrente do Balanço de Pagamentos — idem;

Quadro II Conta consolidada de capital — Cr\$ bilhões — (preços correntes)

ITENS	ANOS	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953
Formação bruta de capital fixo.....		28,4	30,0	32,3	35,0	49,2	54,4	55,8
Varição de estoques.....		— 2,8	— 0,7	— 4,1	— 4,7	8,0	17,0	2,7
A. Total da formação de capital.....		25,0	29,3	28,2	28,9	57,8	71,4	58,5
Poupança bruta do setor privado		16,4	21,5	18,5	25,2	36,1	46,7	55,0
Poupança em c/c do Governo...		6,1	7,0	7,5	5,6	13,0	11,5	4,1
Deficit em c/c do Balanço de Pagamentos (*).....		3,1	0,8	2,2	1,9	8,7	13,2	0,6
B. Total dos recursos para a formação de capital.....		25,0	26,3	28,2	28,9	57,8	71,4	58,5

	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
Formação bruta de capital fixo.....	91,4	99,2	117,0	137,9	181,0	288,0	355,6
Varição de estoques.....	22,5	13,5	16,1	32,5	25,4	66,1	68,2
A. Total da formação de capital.....	113,9	112,7	133,1	170,4	206,4	354,1	423,8
Poupança bruta do setor privado	87,0	98,8	120,8	143,1	132,2	287,2	270,4
Poupança em c/c do Governo...	26,2	12,9	5,6	13,1	56,2	83,7	95,4
Deficit em c/c do Balanço de Pagamentos.....	0,7	1,0	0,7	14,2	18,0	33,2	58,0
B. Total dos recursos para a formação de capital.....	113,9	112,7	133,1	170,4	206,4	354,1	423,8

(*) Superavit com sinal negativo.

FONTES: IBRE — FGV.

b.3 — poupança bruta do setor privado — calculada como resíduo entre as parcelas acima descritas.

Por esse critério, chega-se à Conta Consolidada de Capital apresentada no Quadro II. Em percentagem sobre o PIB os resultados são os indicados no Quadro III.

Quadro III *Conta consolidada de capital (em % sobre o PIB)*

	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953
Formação bruta de capital fixo.....	17,3	16,1	16,0	13,3	16,1	16,5	13,0
Varição de estoques.....	1,7	0,4	1,9	1,9	2,8	4,9	0,6
A. Total da formação de capital.....	15,6	15,7	13,1	11,4	18,9	20,4	13,6
Poupança bruta do setor privado	10,0	11,5	8,6	10,0	11,8	13,3	12,8
Poupança em c/c do Governo.....	3,7	3,8	3,5	2,2	4,3	3,3	0,0
Deficit em c/c do Balanço de Pagamentos (*).....	1,9	0,4	1,0	0,8	2,8	3,8	0,1
B. Total dos recursos para formação de capital.....	15,6	15,7	13,1	11,4	18,9	20,4	13,6

	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
Formação bruta de capital fixo.....	16,5	14,3	13,2	12,0	13,9	16,1	14,9
Varições de estoques.....	4,0	2,0	1,8	3,1	1,9	3,7	2,9
A. Total da formação de capital.....	20,5	16,3	15,0	16,1	15,8	19,8	17,8
Poupança bruta do setor privado	15,7	14,2	14,3	13,6	10,1	13,2	11,4
Poupança em c/c do Governo.....	3,6	1,9	0,6	1,2	4,3	4,7	4,0
Deficit em c/c do Balanço de Pagamentos.....	1,2	0,1	0,1	1,3	1,4	1,9	2,4
B. Total dos recursos para formação de capital.....	20,5	16,3	15,0	16,1	15,8	19,8	17,8

(*) Superavit com sinal negativo.
 FONTE: IBRE — FGV.

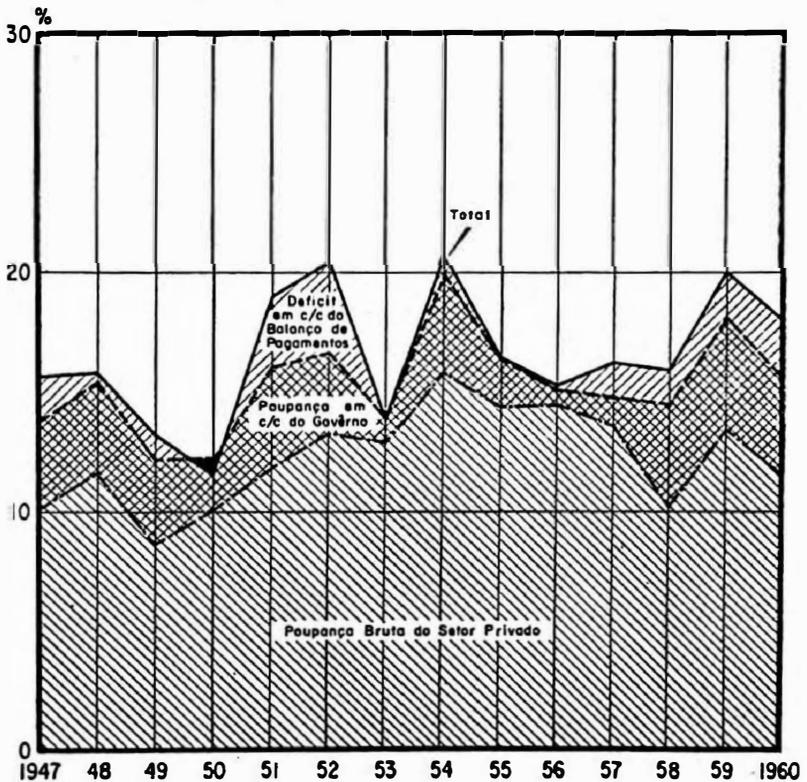
A julgar por esses dados, os recursos para o financiamento da formação de capital no Brasil teriam correspondido, em média, a 16,6% do PIB, sendo:

poupança bruta do setor privado	12,3% do PIB
saldo do Governo em conta corrente	3,0% do PIB
deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente	1,3% do PIB
Total	16,6% do PIB

GRÁFICO
2

FINANCIAMENTO DA
FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL

EM % DO P.I.B.



Em média, portanto, 74% da formação de capital no Brasil teria sido financiada, no período 1947/1960, pelas poupanças brutas do setor privado; 18% pelas poupanças governamentais e apenas 8% pelo saldo do ingresso de capitais estrangeiros. (°)

De um modo geral, os diversos componentes dos recursos para a formação de capital oscilaram sensivelmente, em percentagem do PIB, no período em análise. Sem entrar na análise das flutuações ano a ano, que talvez dependesse de estimativas mais acuradas, é interessante observar o comportamento desses diversos componentes nos subperíodos de 1947/1951, 1952/1957 e 1958/1960.

Recursos para o financiamento da formação de capital (em percentagem sobre o PIB - médias anuais)

ITEM	1947/1951	1952/1957	1958/1960
Poupança bruta do setor privado.....	10,4	14,1	11,7
Saldo do Governo em Conta Corrente.....	3,5	2,0	4,3
Deficit do Balanço de Pagamentos em Conta Corrente.....	1,1	1,1	1,0
TOTAL.....	15,0	17,2	17,9

FONTE - IBRE - FGV.

Como se observa, a poupança bruta do setor privado, em percentagem do PIB, se teria elevado consideravelmente no período de 1952/1957, caindo no triênio subsequente. A poupança governamental, ao contrário, teria sido bastante pequena no período 1952/1957, crescendo consideravelmente nos anos 1958/1960. A poupança oriunda do exterior, finalmente, teria contribuído de forma especial para a formação de capital nos três últimos anos da série.

Não é fácil encontrar os motivos das variações assinaladas na poupança bruta do setor privado em percentagem do PIB (as va-

(°) Na realidade a conversão do deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente foi feita a taxas cambiais supervalorizadas, conforme anteriormente assinalado. Isso implica numa certa subestimação estatística do papel da poupança externa.

riações da poupança governamental e do deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente são de explicação simples, em grande parte de natureza autônoma). Certas correlações usuais, entre a poupança privada e a distribuição funcional da renda e a carga tributária não chegam a qualquer resultado expressivo, quando desenvolvidas com base nos dados das Contas Nacionais. Seria necessário um conhecimento empírico bem mais profundo da economia brasileira e provavelmente, estimativas bem mais acuradas da Conta Consolidada de Capital para que se pudesse proceder a uma análise desse tipo.

2.1 Descrição Geral dos Mecanismos de Canalização das Poupanças para o Financiamento da Formação de Capital

A igualdade *ex-post* entre poupança (mais deficit de Balanço de Pagamentos em conta corrente) e investimento sintetiza uma série intrincada de mecanismos, através dos quais as economias privadas e públicas suprem recursos para o financiamento da formação do capital no país. A descrição pormenorizada desses mecanismos constituirá o objeto do presente capítulo.

De um modo geral, as poupanças brutas do setor privado (economias individuais, lucros retidos e depreciação das empresas e parte do deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente) são canalizadas para o financiamento da formação de capital por três caminhos:

a) a canalização direta para o financiamento de inversões privadas, via aplicação direta dos fundos, via reinversões de lucros nas empresas, via subscrição de novas ações de empresas (diretamente ou através da Bolsa de Valores), etc.;

b) a canalização indireta, por intermédio do sistema financeiro. Boa parte das poupanças privadas na atual conjuntura inflacionária, é representada pelo aumento de encaixes monetários retidos pelos indivíduos e empresas. Também o sistema bancário capta poupança sob a forma de depósitos a prazo, letras de câmbio, etc. Finalmente, o Banco do Brasil tem captado vultosos recursos vinculados às ope-

rações de comércio com o exterior (saldo dos ágios sôbre bonificações, quotas de retenção de café, depósitos compulsórios de importadores, etc.): os recursos canalizados pelo sistema financeiro vão financiar investimentos públicos e privados na proporção ditada pela política de crédito posta em prática;

c) a canalização direta para o financiamento de inversões controladas pelo setor público, via subscrição voluntária ou compulsória de títulos da dívida pública. (*)

Quanto às poupanças públicas (*superavit* do Governo em conta corrente), elas têm sido sobretudo canalizadas para o financiamento de investimentos públicos. Uma parcela relevante, todavia, correspondente ao saldo dos ágios sôbre bonificações, se canaliza através do sistema financeiro. (**)

Em síntese, os mecanismos pelos quais as poupanças privadas e públicas se têm canalizado para o financiamento da formação de capital, se resumem no diagrama a seguir.

2.2 A Canalização de Poupanças pelo Sistema Financeiro

Não se dispõe de estatísticas suficientes para quantificar os recursos que nos últimos anos vêm percorrendo cada um dos canais poupança-investimento descritos na secção anterior. Num caso, todavia, se possui razoável evidência quantitativa: no das poupanças canalizadas através do sistema financeiro.

Os quadros IV e V a seguir transcrevem as apurações da SUMOC quanto às poupanças coletadas e os recursos para o financiamento da formação de capital cedidos pelo sistema financeiro, no período 1954/1960. Esses quadros consolidam as operações dos bancos comerciais, do Banco do Brasil, do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, das instituições de previdência social e das companhias de seguro e capitalização. Os quadros não são isentos de certa possibilidade de dupla contagem, (***) mas é de se supor

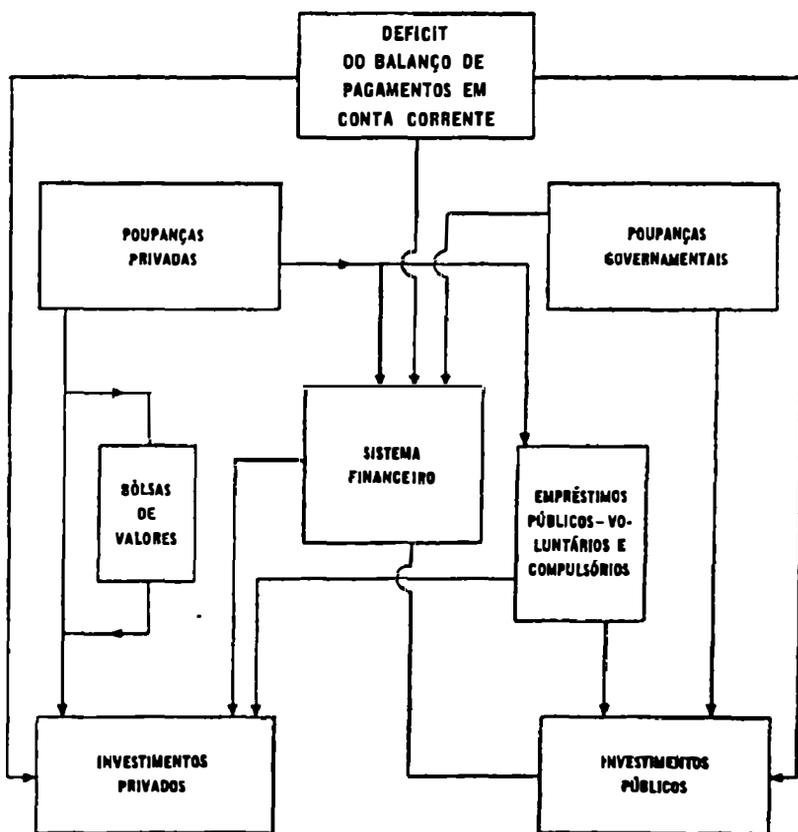
(*) Nem sempre os empréstimos públicos no Brasil se têm destinado ao financiamento de inversões governamentais. As obrigações do BNDE, por exemplo, freqüentemente têm suprido recursos para o financiamento de inversões privadas.

(**) Que nas contas nacionais é computado como receita.

(***) Assim, por exemplo, seria possível que os depósitos de um indivíduo servissem para o financiamento das despesas de consumo de outro pelo sistema bancário. A operação entraria no ativo e no passivo dos quadros, mas realmente não corresponderia a nenhuma poupança líquida.

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

MECANISMOS DE CANALIZAÇÃO: POUPANÇA - INVESTIMENTOS



que os erros daí advindos não sejam de molde a inutilizar as comparações que se seguem.

Pelo confronto dos totais dos quadros com as estimativas agregativas indicadas na Parte I dêste estudo, conclui-se que o sistema financeiro no Brasil tem canalizado uma parcela substantiva das poupanças geradas pela economia — sobretudo das poupanças geradas pelo setor privado. Assim, entre 1954 e 1960, a percentagem do total de recursos para a formação de capital, suprida pelo sistema financeiro, teria evoluído da seguinte forma (ressalvadas as possibilidades de dupla contagem):

ANO	<i>Porcentagem do total de recursos para a formação de capital suprida pelo sistema financeiro</i>
1954.....	53,7
1955.....	44,9
1956.....	66,0
1957.....	71,4
1958.....	66,8
1959.....	57,4
1960.....	79,4

FONTES: SUMOC e FGV.

Releva ainda notar que uma parcela substancial dessas poupanças canalizadas pelo sistema financeiro (mais de 60% em 1962) tem sido representada simplesmente pelo aumento dos meios de pagamento retidos pelo público sobretudo em virtude da inflação.

Pode-se observar, de um modo geral, que o sistema financeiro tem sido um importante instrumento de drenagem de poupanças privadas para o financiamento de inversões públicas. Isso porque os empréstimos concedidos pelo sistema às entidades públicas têm sido muito superiores às poupanças governamentais por êle canalizadas. (*) Esse problema de absorção de poupanças privadas pelo setor público será discutido com alguma minúcia no anexo ao presente capítulo.

(*) Os únicos recursos incluídos no Quadro IV e classificados como parte da poupança governamental correspondem ao saldo dos ágios sobre bonificações.

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

Quadro IV *Poupanças brutas canalizadas pelo sistema financeiro — Variações anuais ou trimestrais*

Cr\$ 1 000 000

DISCRIMINAÇÃO	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962
I — POUPANÇAS MONETÁRIAS (a)...	26 771	28 851	27 253	76 280	86 906	142 074	172 830	316 405	653 242
Papel-moeda em circulação fora do Sistema Financeiro.....	10 662	8 087	10 032	13 258	18 263	26 580	41 365	82 427	127 792
Moeda Escritural fora do Sistema Financeiro.....	16 109	17 764	22 281	27 602	38 816	118 485	134 465	243 971	518 456
Depósitos Populares.....	6 448	4 260	7 503	14 681	11 209	23 317	28 182	38 252	95 217
Outras.....	9 661	13 024	16 358	42 222	27 314	92 168	96 276	208 876	476 233
II — POUPANÇAS NÃO MONETÁRIAS DE ORIGEM INTERNA (b).....	28 304	22 991	46 951	40 841	64 102	34 890	132 327	229 428	264 618
1. Voluntárias.....	11 827	11 087	17 661	22 280	26 282	22 023	84 826	85 624	162 032
Recursos próprios.....	3 776	6 084	10 626	10 128	18 056	17 488	32 618	84 222	120 058
Capital.....	1 024	825	2 482	2 458	3 129	7 472	6 817	19 856	24 483
Reservas.....	2 752	6 058	3 214	7 670	14 927	10 016	23 501	34 672	63 298
Recursos de terceiros.....	7 781	4 203	2 268	12 102	12 224	14 837	31 818	31 412	42 908
Depósitos à vista.....	2 680	4 110	3 658	6 510	7 168	6 812	12 067	18 854	26 658
Depósitos a prazo.....	3 116	1 028	2 412	3 814	3 274	8 631	16 729	8 154	6 043
Reservas técnicas de Companhias de Seguros.....	1 372	819	800	1 372	1 858	1 000	2 642	2 628	6 163
Reservas técnicas de Companhias de Capitalização.....	280	311	260	360	— 0	285	360	468	920
2. Compulsórias.....	12 777	11 004	28 980	18 311	22 806	2 465	67 461	142 504	97 112
RNDF — Adicional do Imposto de Renda.....	241	4 260	4 863	8 611	8 648	7 206	10 866	17 154	22 258
RNDF — Depósitos especiais.....	— 0	326	1 668	2 468	3 733	4 613	— 1 639	306	11 092
Instituições de Previdência Social.....	2 020	2 426	6 807	6 648	12 643	7 468	28 128	22 247	— 1 047
Reservas técnicas.....	2 664	3 043	8 683	6 822	11 747	6 237	23 628	18 211	— 1 078
Recolhimentos diversos.....	236	286	614	96	866	1 231	2 500	4 436	31
Depósitos compulsórios no Sistema Monetário.....	107	108	— 180	203	744	917	1 656	788	2 828
Saldo líquido de sigilos e bonificações (*).....	13 102	3 708	18 681	2 408	10 310	— 18 062	17 796	26 206	— 18 286
Obrigações da Caixa de Câmbio do Banco de Brasil no País.....	— 2 892	— 88	— 900	281	733	254	12 680	82 226	76 740
Letras do Banco do Brasil.....	— 2 892	— 88	— 900	281	733	254	12 677	42 948	—
Outras.....	— 2 892	— 88	— 900	281	733	254	402	38 282	—
III — POUPANÇAS DE ORIGEM EXTERNA (c).....	8 161	— 760	2 005	1 976	8 646	6 233	10 240	8 127	— 6 638
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico.....	241	658	1 409	237	810	3 288	8 031	6 966	6 548
Sistema Bancário.....	4 620	— 1 718	3 407	1 748	4 258	2 965	2 209	12 093	16 188
IV — OUTRAS EXIGIBILIDADES (d).....	3 676	2 488	8 720	8 838	11 183	20 211	18 216	48 396	109 713
TOTAL GERAL (a+b+c+d).....	61 212	50 868	87 959	121 714	127 812	203 139	326 613	566 105	1 013 482

FONTE: SUMOC.

(*) Inclusive compra e venda de produtos de exportação e importação.

DOCUMENTOS EPEA N.º 2

Quadro V Recursos para a formação de capital supridos pelo sistema financeiro
— Variações anuais ou trimestrais

Cr\$ 1 000 000

DISCRIMINAÇÃO	1954	1955	1956	1957	1958
I — EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS.	80 010	28 848	67 246	101 523	57 853
Ao Tesouro Nacional.....	8 843	8 286	24 716	40 003	28 143
A Governos Estaduais e Municipais.....	6 623	1 808	782	— 648	823
A Autarquias e outras Entidades Públicas....	612	209	— 310	1 209	— 64
Hipotecárias.....	2 316	2 189	1 664	2 796	3 671
Outros empréstimos ao público.....	33 110	21 428	37 331	82 626	59 701
BNDE — Operações específicas de fomento econômico.....	1 166	1 325	2 452	5 162	5 647
BNDE — Idem por conta do Tesouro Nacional	—	866	311	61	172
II — INVESTIMENTOS MOBILIÁRIOS.....	243	283	1 162	1 236	4 248
Títulos públicos.....	2 062	446	— 61	— 90	2 884
BNDE — Participação em capitais por conta própria.....	— 6	—	48	248	71
BNDE — Idem por conta do Tesouro Nacional	—	—	261	16	156
Títulos particulares de outras entidades do Sistema.....	1 800	307	816	1 669	1 628
Títulos de países estrangeiros.....	— 4	—	— 2	—	—
III — INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS.....	3 328	3 218	6 637	7 107	11 339
IV — RETENÇÃO DE RECURSOS PELO TESOURO NACIONAL.....	646	2 200	4 853	2 826	924
V — RETENÇÃO DE CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS POR EMPRESAS.....	1 883	1 826	2 923	4 256	5 669
VI — CRÉDITOS ESPECIAIS.....	—	1 228	329	419	424
VII — APLICAÇÕES DIVERSAS DE BANCO CENTRAL.....	— 8	— 7	18	6	159
VIII — QURO DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS.....	14	15	18	7	29
IX — OUTRAS CONTAS.....	4 548	5 121	4 754	4 099	12 281
X — VALOR RESIDUAL.....	861	213	— 18	211	3 821
TOTAL GERAL.....	61 212	80 868	87 989	121 214	137 819

FONTE: SUMOC

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

Quadro V Recursos para a formação de capital supridos pelo sistema financeiro
— Variações anuais ou trimestrais

Cr\$ 1 000 000

DISCRIMINAÇÃO	1988	1989	1990	1991	1992
I — EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS....	181 406	288 277	488 346	790 234	
Ao Tesouro Nacional.....	49 606	93 664	236 611	246 324	
A Governos Estaduais e Municipais.....	— 666	2 677	1 778	3 285	
A Autarquias e outras Entidades Públicas.....	3 820	6 760	6 767	2 675	
Hipotecárias.....	2 814	6 466	4 163	10 466	
Outros empréstimos ao público.....	94 112	167 666	228 328	498 850	
BNDE — Operações específicas de fomento econômico.....	12 071	13 266	11 636	31 724	
BNDE — Idem por conta do Tesouro Nacional	66	66	187	6 211	
II — INVESTIMENTOS MOBILIÁRIOS.....	2 666	6 677	7 848	46 811	
Títulos públicos.....	— 211	— 1 411	2 420	4 311	
BNDE — Participação em capitais por conta própria.....	830	766	840	27 676	
BNDE — Idem por conta do Tesouro Nacional	234	766	7 066	— 9 326	
Títulos particulares de outras entidades do Sistema.....	1 711	6 676	— 1 666	16 871	
Títulos de países estrangeiros.....	1	1	444	— 190	
III — INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS.....	13 466	26 664	32 606	10 466	
IV — RETENÇÃO DE RECURSOS PELO TESOURO NACIONAL.....	306	— 700	— 4 136	3 404	
V — RETENÇÃO DE CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS POR EMPRESAS.....	6 048	6 292	6 181	3 187	
VI — CRÉDITOS ESPECIAIS.....	278	— 299	1 661	2 286	
VII — APLICAÇÕES DIVERSAS DE BANCO CENTRAL.....	16	166	186	—	
VIII — OUTRO DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS.....	26	— 736	272	— 216	
IX — OUTRAS CONTAS.....	26 826	4 661	61 130	66 726	
X — VALOR RESIDUAL.....	— 2 826	6 739	2 106	— 9 362	
TOTAL GERAL.....	203 138	336 613	666 106	417 371	

FONTE: SUMOC

2.3 Classificação das Fontes de Recursos para o Financiamento de Formação de Capital

Para efeitos da análise do processo de formação de capital no Brasil é importante identificar as fontes de recursos que suprem, em última instância, os fundos para o financiamento dos investimentos. Essas fontes, vale repetir, não indicam a origem das poupanças, mas representam apenas as terminais das canalizações através das quais as economias públicas e privadas são conduzidas ao financiamento das inversões.

No presente estudo adotaremos, para os objetivos em causa, a seguinte classificação:

A. *Fontes internas públicas*

- A-1) Orçamento da União;
- A-2) Fundos Especiais (que não constam do orçamento);
- A-3) Reinvestimentos federais (lucros reinvestidos pelas Sociedades de Economia Mista do Governo Federal);
- A-4) Outras fontes federais (créditos especiais, agências financeiras do Governo Federal, Dívida Pública);
- A-5) Orçamentos dos Estados e Municípios.

B. *Fontes internas privadas*

- B-1) Poupanças privadas não canalizadas através do sistema financeiro;
- B-2) Empréstimos dos Bancos Comerciais, Sociedades de Crédito e Financiamento e demais instituições financeiras privadas.

C. *Fontes externas*

- C-1) Públicas (empréstimos de agências internacionais e governos);
- C-2) Privadas (investimentos diretos, financiamentos privados e reinvestimentos de empresas estrangeiras).

Para ter-se idéia do que representam — ou deveriam representar — essas diversas fontes nos investimentos totais da economia brasileira,

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

é bastante instrutivo o exame do Quadro VI, que sintetiza os investimentos programados para o biênio 1965-1966 pelo Programa de Ação do Governo. Esse programa consolidou os investimentos de certos setores, abrangendo 76 e 77 por cento, respectivamente, do total da formação bruta de capital fixo esperado para os anos mencionados.

Admitindo-se, como faz o Programa, que será alcançada a taxa da formação de capital fixo de 17% do PIB e que a parte de investimentos não consolidados ficará a cargo exclusivo do setor privado, a participação geral das fontes de financiamento apresentar-se-á nos valores registrados no Quadro VI. A distribuição percentual entre fontes internas, externas, públicas, privadas, federais, estaduais e municipais, está assinalada no Quadro VII. Em relação ao PIB, os três grandes setores visados — público, privado e externo — apresentariam a seguinte proporção percentual, a qual ressalta, de um lado, a continuação da preeminência do setor público e, de outro, a importante contribuição que se espera do setor externo:

	1965	1966
Fontes públicas.....	7,7%	7,8%
Fontes privadas.....	5,7%	5,5%
Fontes externas.....	3,7%	3,9%

Convém observar, mais uma vez, que os dados acima indicam as percentagens sobre o PIB do suprimento de recursos para inversão pelas diversas fontes, mas não exprimem as percentagens sobre o PIB da poupança pública, privada e interna de onde se originarão os fundos para essas inversões. A poupança privada deverá, de fato, corresponder a maior percentagem do PIB do que a acima indicada, visto que parte do seu total será canalizada para as fontes públicas através do sistema financeiro e através dos empréstimos compulsórios. Em contrapartida, a poupança pública, numa época de orçamentos deficitários, será inferior ao fornecimento de recursos para inversão pelas fontes governamentais. Por último, a contribuição líquida do setor externo para a formação de capital será inferior aos 3,7 e 3,9% acima indicados, já que parte das divisas correspondentes se destinará não à cobertura do deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente (o qual é previsto, para cada um dos anos, em cerca de 2% do PIB), mas simplesmente à amortização da dívida do país com o exterior.

DOCUMENTOS EPEA N.º 2

Quadro VI *Programação de investimentos para 1965-1966 — Fontes de Recursos — Cr\$ bilhões (preços de junho de 1964)*

FONTES DE RECURSOS	1965		1966	
	Cr\$ bilhões	% s/ PIB	Cr\$ bilhões	% s/ PIB
Fontes de Investimentos Consolidados:	2 463,4	13,0	2 657,1	13,3
Orçamento da União.....	591,8	3,1	654,5	3,3
Fundos.....	231,9	1,2	251,9	1,3
Reinvestimentos federais.....	219,9	1,2	227,7	1,1
Outras fontes federais.....	157,0	0,8	151,4	0,7
Estados e Municípios.....	260,7	1,4	271,9	1,4
Privadas.....	310,9	1,6	318,7	1,6
Externas.....	691,2	3,7	781,0	3,9
Não consolidados (fontes privadas).....	783,6	4,1	778,9	3,9
TOTAL.....	3 247,0	17,1	3 436,0	17,2

FORNTE: Programa de Ação Econômica do Governo 1964-1966 (Síntese)

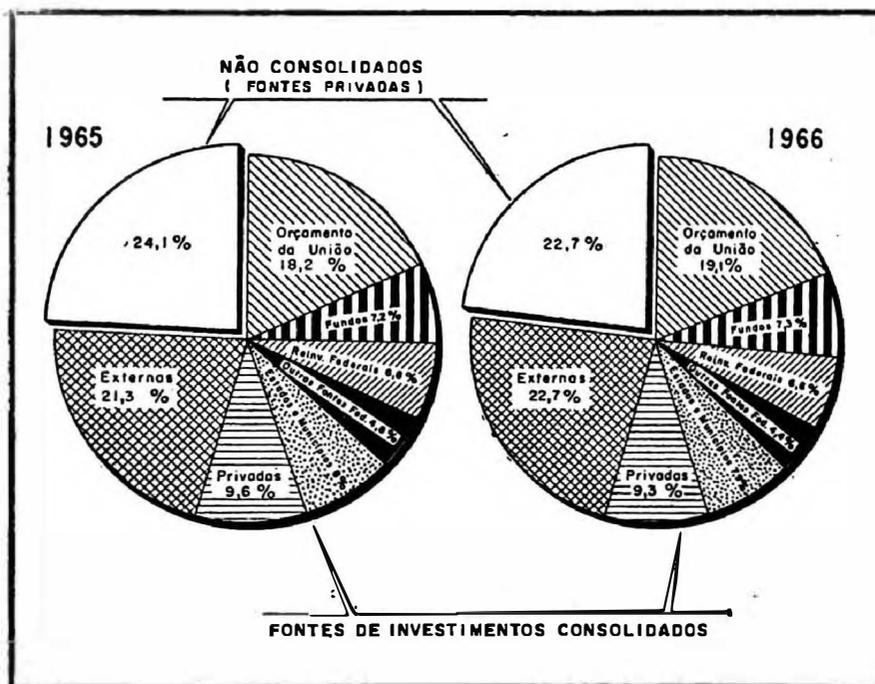
Quadro VII *Previsão da Participação percentual das Fontes de investimentos 1965-1966*

ITEM	1965	1966
Fontes de Investimentos Consolidados:	75,9	77,3
Orçamento da União.....	18,2	19,1
Fundos.....	7,2	7,3
Reinvestimentos Federais.....	6,8	6,6
Outras fontes federais.....	4,8	4,4
Estados e Municípios.....	8,0	7,9
Privadas.....	9,6	9,3
Externas.....	21,3	22,7
Não consolidados (fontes privadas).....	24,1	22,7
TOTAL.....	100,0	100,0

FORNTE: Programa de Ação Econômica do Governo 1964-1966 (Síntese)

GRÁFICO
3

PREVISÃO DA PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL
DAS FONTES DE INVESTIMENTOS
1965 / 1966



A) Formação de Capital: Setor Público e Setor Privado

Conquanto nos últimos anos o setor público só venha gerando 20% das poupanças investidas no país (os outros 80% correspondendo às poupanças privadas e ao deficit em conta corrente do Balanço de Pagamentos), a sua participação no processo de formação de capital tem sido bem mais pronunciada. O Govêrno, de fato, vem assumindo, no Brasil, um papel cada vez mais importante como investidor em setores básicos, e um considerável volume de poupanças lhe tem sido canalizado através da inflação e de diversos mecanismos compulsórios.

O Quadro VIII registra, de acôrdo com as estimativas do IBRE, Instituto Brasileiro de Economia — Fundação Getúlio Vargas, a distribuição da formação bruta de capital fixo conforme a sua realização, pelo setor privado e pelo Govêrno. O exame sucinto dêsse quadro ressalta a tendência ascendente da participação do Govêrno nos investimentos: ao passo que nos primeiros cinco anos do período a média de sua participação foi de 25,7%, nos últimos cinco anos essa média subiu para 34,7%. Simêtricamente, a participação do setor privado caiu de 74,3% para 65,3%.

Contudo, a situação, tal como resulta do Quadro VIII, ainda não representa a realidade, pois subestima a participação do Govêrno pelo fato de incluir os investimentos das Sociedades Mistas no item referente às emprêsas privadas.

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

Quadro IX Formação bruta de capital fixo: Governo e empresas privadas

ANOS	1956	1957	1958	1959	1960
INVESTIDOR					
Governos e empresas federais					
Cr\$ bilhões.....	33,0	58,2	108,7	119,2	171,7
%.....	28,2	42,2	60,1	41,4	48,3
Empresas privadas					
Cr\$ bilhões.....	84,0	79,7	72,3	168,8	183,9
%.....	71,8	57,8	39,9	58,6	51,7

FONTE: LBRE — FGV.

No quinquênio, a participação média do setor governamental passou para 43,9% (em vez de 34,7% anteriormente) ao passo que as empresas privadas participaram com 56,1% (em vez de 65,3%). A participação mais alta no ano de 1958 deveu-se à concentração dos investimentos na Rede Ferroviária Federal, de modo que se poderia considerar como normal uma percentagem de 40%, mas o quadro não inclui todas as empresas federais, nem a participação nas empresas de nível estadual ou municipal (vários organismos regionais de investimento desenvolveram-se ultimamente, como o CODESUL, o BRDE, o CODEPAR, o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais, etc.). De outro lado, os últimos anos registraram o recrudescimento do estatismo, de modo que se pode considerar que a percentagem de 40% foi ultrapassada de muito.

Uma visão mais completa pode ser alcançada graças ao estudo do orçamento consolidado do Governo Federal para o exercício de 1964 (recentemente divulgado), abrangendo a Administração Centralizada bem como 69 entidades descentralizadas. O quadro sintético desse orçamento consolidado apresenta-se da forma seguinte (em Cr\$ bilhões):

Orçamento consolidado do governo federal — 1964 () — Cr\$ bilhões*

CATEGORIA	Total Consolidado	Tesouro Nacional	Administração descentralizada
Receita.....	3 996,9	1 478,8	2 518,1
Despesa.....	5 021,7	1 157,6	3 864,1
Ordinárias.....	3 232,9	711,4	2 521,5
Capital.....	1 788,8	446,2	1 342,6
Deficit.....	1 024,8	321,2	1 346,0

(*) Os dados relativos ao Tesouro Nacional são os constantes da lei orçamentária para 1964 uma vez que as modificações na programação financeira, mencionadas anteriormente, são posteriores à consolidação.

FONTE: Gabinete do Ministro do Planejamento.

Como o PIB pode ser estimado, para 1964, em cerca de Cr\$ 18 bilhões, as despesas de capital constantes do orçamento consolidado alcançariam aproximadamente 10% do PIB. Se admitirmos a manutenção da taxa média da formação de capital no período estudado (1947-1960) ou seja 16,6% — o que talvez seja ainda um pouco superestimado — a participação federal atingiria cerca de 60% do total dos investimentos. Se a esta percentagem acrescentássemos os investimentos aplicados pelos governos estaduais e municipais obteríamos uma imagem bastante elucidativa do grau de estatização da economia brasileira nos esforços desenvolvimentistas. Os cortes de despesa recentemente levados a cabo, como parte do programa de contenção inflacionária, reduziram de algo as cifras acima orçadas. Ainda assim, é provável que, no ano de 1964, a participação federal nos investimentos se situe em torno de 50%.

A crescente participação do Governo nos investimentos (apesar de continuar o setor privado como fonte principal dos recursos, tal como aparece no Quadro II) é resultado tanto das tendências políticas prevalentes nos últimos anos, como das próprias necessidades do desenvolvimento, pois os setores criadores de economias externas de longa maturação e lucros reduzidos, interessam pouco à empresa privada, ficando o Governo na obrigação de assumir a aplicação dos recursos, (conforme o orçamento consolidado de 1964, quatro setores de base — transporte e comunicações, desenvolvimento regional, indústria e energia — absorvem 62,5% dos investimentos totais).

Essa tendência estatizante foi incentivada e sustentada pela aceleração do processo inflacionário. Com efeito, o desinteresse pelas indústrias de base, de longa maturação, chegou a ser absoluto dentro de uma conjuntura inflacionária que torna impossível qualquer previsão orçamentária. A aplicação de controles de preços ou de tarifas irrealistas nesses setores, durante a inflação, afasta ainda mais o interesse dos investidores. A dissolução do mercado de fundos privados para a aplicação em empréstimos a longo prazo, a necessidade de aplicar maiores parcelas dos lucros retidos para a reposição de estoques, as restrições à expansão de crédito, etc. — fenômenos típicos de uma inflação acelerada — contribuíram para a retração dos investidores privados e para a transferência forçada das poupanças para a área do Governo.

B) A Absorção de Poupanças Privadas pelo Setor Público

A importante e crescente participação do setor público na formação bruta de capital tornou-se possível graças à absorção da pou-

pança privada pelo referido setor, através de vários mecanismos. Com a exceção do *superavit* orçamentário em conta corrente, e dos reinvestimentos das empresas estatais ou de economia mista, os quais constituem uma poupança direta do setor público, o resto da formação de capital pelo Governo resulta de transferência de poupanças do setor privado.

Deixando de lado o aumento de tributação que, dentro dos critérios usuais de contabilidade social, gera poupanças para o próprio setor governamental (desde que não haja, em contrapartida, aumento das despesas em conta corrente), a absorção de poupanças privadas, pelo setor público, se processa através dos seguintes principais mecanismos:

a) *pela instituição dos empréstimos compulsórios.*

Observe-se que, nas condições inflacionárias em que a economia brasileira está vivendo faz muitos anos, não se pode falar na captação de poupança pelo lançamento de títulos de dívida pública, a não ser em caráter compulsório: a rentabilidade nominal desses títulos ficando muitas vezes abaixo da deteriorização do poder de compra da moeda, não podia haver receptividade para a colocação dos empréstimos. A única solução era a coloração em caráter compulsório — até as recentes inovações referentes à atualização do valor real pela correção monetária.

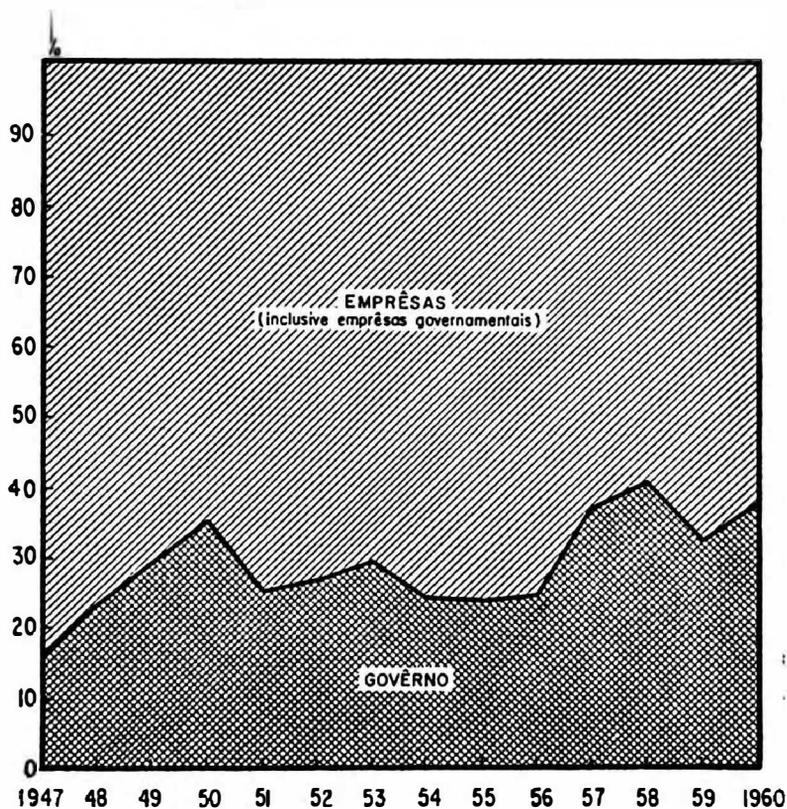
Os empréstimos compulsórios atualmente em vigor são os seguintes:

— imposto adicional para reaparelhamento econômico, instituído por 5 anos pela Lei n.º 1 518, de 24-11-1951: 15% sobre o montante do imposto de renda a pagar pelas pessoas físicas e jurídicas e 3% sobre reservas e lucros em suspenso ou não distribuídos das empresas; imposto restituível depois de 5 anos, com bonificação de 25%, em Obrigações do Reaparelhamento Econômico, resgatáveis em 20 prestações anuais (Lei n.º 1 628, de 20-6-1952, que criou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico); com certas alterações (o adicional até 25% para pessoas físicas e de 4% sobre reservas e lucros), a sua vigência foi prorrogada até 1966 (Lei n.º 2 973, de 26 de novembro de 1956);

— empréstimo compulsório de emergência instituído pela Lei n.º 4 069, de 11 de junho de 1962: 10-30% sobre o imposto de renda

GRÁFICO
4

**FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO
GOVÉRNO E EMPRESAS**
(inclusive empresas governamentais)



O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

das pessoas jurídicas a partir do lucro mínimo de Cr\$ 1 milhão, e 20% sobre o das pessoas físicas, com renda superior a Cr\$ 3 milhões, exceto os rendimentos de trabalho; as respectivas obrigações, que vencem juros de 10% a.a, podem ser utilizadas para pagamento do imposto de renda;

— empréstimo compulsório instituído pela Lei n.º 4 242, de 17-7-1963: sobre os rendimentos sujeitos à cobrança do imposto de renda na fonte e todos os rendimentos da pessoa física, a taxa de 10-15% sobre o imposto; os títulos de empréstimo, resgatáveis no 3.º e 4.º ano da emissão, vencem juros de 6% a.a.; o produto do empréstimo alimentará o Fundo Nacional de Investimentos e, no resgate dos títulos, os seus possesores podem optar pela conversão em quotas do Fundo. (*)

Os recursos captados através dos empréstimos compulsórios acima mencionados evoluíram da forma seguinte, desde a sua respectiva criação:

Quadro X Recursos Provenientes dos Empréstimos Compulsórios — Cr\$ bilhões

ANOS	Lei n.º 1 628	Lei n.º 4 069	Lei n.º 4 242	Total
1952.....	1,0	—	—	1,0
1953.....	1,7	—	—	1,7
1954.....	2,2	—	—	2,2
1955.....	2,9	—	—	2,9
1956.....	3,8	—	—	3,8
1957.....	4,0	—	—	4,0
1958.....	4,6	—	—	4,6
1959.....	6,8	—	—	6,8
1960.....	9,8	—	—	9,8
1961.....	14,0	—	—	14,0
1962.....	19,9	11,2	—	31,1
1963 (*).....	38,0	4,0	20,0	62,0

(1) Estimativas.

FONTE: Conjuntura Económica.

b) Outro modo indireto de captação da poupança privada processa-se dentro da execução orçamentária, através do atraso de pa-

(*) O Empréstimo Compulsório foi revogado pela Lei 4 357, de 16 de julho de 1964.

gamentos compromissados e enquadrados nos "Restos a pagar". A transferência de despesas de um exercício para outro importa num crédito forçado obtido pelo Governo dos titulares dos direitos correspondentes aos referidos débitos governamentais. Para ter-se uma idéia do montante da poupança assim provocada, cite-se que a execução orçamentária de 1963 deixou uma conta de "Restos a pagar" de Cr\$ 135,7 bilhões — mais de duas vezes a receita dos empréstimos compulsórios.

c) Finalmente, o setor público absorve parte da poupança privada através do mecanismo monetário. O Quadro XI, construído de maneira simplificada, com dados do balancete consolidado pelo Sistema Bancário, mostra como, dos recursos resultados da criação de meios de pagamento (papel-moeda em poder do público e depósitos à vista e a curto prazo) e da coleta de recursos não monetários, o setor público recolhe uma boa parte para sustentar as suas atividades, outra parte sendo redistribuída ao setor privado sob a forma de empréstimos ao público. A divisão dos empréstimos entre os dois setores foi feita, no período focalizado, nas proporções seguintes (% do total):

Evolução dos Empréstimos em Percentagens do Total

ANOS SETORES	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Setor privado	66,5	63,1	61,7	47,0	64,7	54,8
Setor público	33,5	36,9	38,3	53,0	35,3	45,2
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FORTE: SUMOC.

Como se pode observar no Quadro XI, os aumentos de empréstimos ao público têm ficado significativamente abaixo do incremento do volume de meios de pagamentos — o que significa que parte das poupanças retidas pelos indivíduos e empresas sob forma de encaixes adicionais tem servido para financiar gastos governamentais. Por outro lado, vultosos recursos não monetários têm sido extraídos do setor privado, sob a forma de saldo de ágios sobre bonificações, quotas de retenção de café, aumento de depósitos compulsórios de importadores, etc.

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

Quadro XI Absorção de poupança privada pelo setor público através do mecanismo monetário — Cr\$ milhões

(Posição em 31.12) — Variação em comparação com ano anterior	1958	1959	1960	1961	1962	1963
A. CRIAÇÃO DE MEIOS DE PAGAMENTO.....	82 200	147 434	101 460	340 810	660 463	1 066 878
1. Papel-moeda em poder público.....	18 484	27 264	43 329	58 420	140 904	287 147
2. Depósitos à vista e a curto prazo.....	43 746	120 140	140 131	283 390	519 559	802 731
B. COLETA DE RECURSOS NÃO MONETÁRIOS.....	23 816	— 5 840	74 826	110 617	70 521	169 401
TOTAL (A + B).....	65 816	141 594	266 656	460 427	730 984	1 266 279
C. EMPRÉSTIMOS AO PÚBLICO.....	57 068	80 282	164 185	216 378	473 050	660 426
D. EMPRÉSTIMOS AO SETOR GOVERNAMENTAL.....	28 748	52 312	101 901	244 046	257 634	368 843
1. Empréstimo ao Tesouro Nacional.....	28 185	49 460	93 564	238 814	282 074	329 438
2. Empréstimos a Governos Estaduais e Municipais.....	624	— 668	2 577	1 778	3 288	12 514
3. Empréstimos a Autarquias e outras entidades públicas.....	— 64	3 520	5 760	3 287	2 578	26 811
TOTAL (C + D).....	65 816	141 594	266 656	460 427	730 984	1 266 274

FORTE: SUMOC

3.1 Orçamento da União

A fonte pública mais importante para o suprimento de recursos destinados à formação de capital é constituída pelo orçamento da União, seja na própria despesa orçamentária e sua suplementação, seja por intermédio de créditos especiais e extraordinários, seja através de fundos com determinados objetivos.

No que concerne ao orçamento e à sua suplementação, uma imagem global das dotações para formação de capital no período 1959-1964 aparece no Quadro XII, em que a despesa é classificada em três categorias básicas: desenvolvimento económico e social, investimentos, participações financeiras.

As despesas para desenvolvimento económico e social estão sobretudo a cargo dos Ministérios da Viação e Obras Públicas, Educação e Fazenda e, em menor proporção, dos Ministérios de Minas e Energia e de Saúde e do SPVEA, as outras entidades contribuindo com muito menos. Os investimentos pertencem mais aos três Ministérios militares e ao Ministério de Viação e Obras Públicas, que foi também o único a aplicar em participações financeiras.

No que concerne aos créditos especiais e extraordinários aprovados ao lado da despesa orçamentária, e aplicados para desenvolvimento e investimentos, a situação para o período 1959-1963 apresentou-se como segue:

ANOS	(em Cr\$ milhões)
1959	4 427
1960	4 655
1961	3 668
1962	10 278
1963	119 082

FONTES: Contadoria Geral da República.

Finalmente, devem ser mencionados os fundos através dos quais a poupança é dirigida para vários investimentos específicos. Na relação constante no Quadro XIII encontra-se a identificação dos principais fundos, com a especificação da dotação orçamentária da qual tiram os seus recursos e a indicação dos órgãos encarregados da sua administração.

Quadro XII *Orçamento e suplementação — Despesas de capital*
Cr\$ milhões

APLICAÇÃO	ANO					
	1956	1960	1961	1962	1963	1964 (*)
Desenvolvimento económico e social.....	21 690	45 462	58 646	91 447	210 366	346 244
Investimentos.....	10 366	11 836	15 740	27 408	20 267	96 674
Participações financeiras.....	797	1 180	1 062	728	1 650	—
TOTAL.....	42 853	58 478	75 448	119 583	232 283	446 218

FONTES: Contadoria Geral da República.

(*) Estimativa.

Quadro XIII *Fundos orçamentários*

NOME DO FUNDO	VINCULAÇÃO	ÓRGÃO
Comissão do Vale de São Francisco.....	1% da Renda Tributária	Comissão do Vale de São Francisco
Comissão do Plano do Carvão Nacional.....	1,5% da Renda Tributária	Comissão do Carvão

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

NOME DO FUNDO	VINCULAÇÃO	ÓRGÃO
Valorização Econômica da Amazônia.....	3% da Renda Tributária	SPVEA
SUDENE.....	2% da Renda Tributária	SUDENE
Fundo Aeronáutico.....	15% da taxa de Despacho Aduaneiro	Ministério da Aeronáutica
Fundo Agropecuário....	3% da Renda Tributária Total das taxas arrecadadas pelo Ministério da Agricultura	Ministério da Agricultura
Fundo Federal de Eletrificação.....	0,5% da Taxa de Despacho Aduaneiro Rendas próprias do Ministério da Agricultura	Eletróbrás
Fundo de Reparelhamento.....	Imposto Único sobre Energia Elétrica 4% do Imposto de Consumo 10% da Taxa de Despacho Aduaneiro Dividendos de Sociedades Economia Mista	BNDE e Tesouro Nacional (para integração de capitais)
Fundo Naval.....	99% do Adicional sobre Imposto de Renda para Reparelhamento Econômico	BNDE
Defesa contra as Sêcas do Nordeste.....	15% da Taxa de Despacho Aduaneiro Imposto de Faróis	Ministério da Marinha
Fundo de Marinha Mercante.....	2% da Renda Tributária	DNOCS
Fundo Portuário Nacional.....	32% da Taxa de Despacho Aduaneiro	Comissão da Marinha Mercante
Fundo Nacional de Obras de Saneamento	8% do Imposto de Importação	Departamento de Portos
Fundo Nacional de Investimentos Ferroviários.....	2% da Renda Tributária	DNOS
	3% da Renda Tributária	DNFF e R.F.F. S/A

FONTE: Contadoria Geral da República.

DOCUMENTOS EPEA N.º 2

Alguns desses fundos estão incluídos no orçamento das respectivas entidades responsáveis, enquanto outros fundos estão identificados separadamente. Para essa última categoria, o Quadro XIV dá uma demonstração da receita no período 1959-1963, (porém, deve-se observar que nem todos os fundos mencionados se referem a investimentos).

Resumindo o comportamento dessas diversas categorias de recursos orçamentais, encontramos a seguinte participação, em percentagens do PIB, da despesa de capital:

Fonte de Recursos	Anos					
	1959	1960	1961	1962	1963	1964(*)
Orçamento e suplementação	2,4	2,5	2,2	2,1	2,4	2,5
Créditos especiais e extraordinários.....	0,2	0,2	0,1	0,2	1,2	—
Fundos orçamentários.....	0,7	0,7	0,7	0,5	0,6	—

(*) Estimativa

FONTE: Contadoria Geral da República.

Corroborando os dados mais recentes pode-se chegar à conclusão de que uma parcela de 3 a 4% do PIB é representada pelos investimentos a cargo do orçamento federal, inclusive créditos especiais e fundos.

Quadro XIV *Fundos orçamentários destinados ao financiamento da formação de capital e identificados separadamente.*
Receita em Cr\$ milhões

ITEM	ANOS				
	1959	1960	1961	1962	1963
Fundo Aeronáutico.....	85,0	72,7	80,4	471,0	3,1
Fundo de Resparelhamento Econômico	7 163,8	9 024,6	14 242,1	20 142,6	38 348,5
Fundo de Valorização Econômica de Amazonas.....	3 088,9	4 205,6	6 007,0	—	13 323,7
Fundo Federal de Eletrificação.....	894,1	879,5	766,9	2 512,8	6 876,0
Fundo de Valorização da Fronteira Rudonense.....	400,0	560,0	660,0	—	965,3
Fundo de Marinha Mercante.....	1 604,3	1 425,6	1 812,0	3 357,6	5 366,5
TOTAL.....	12 886,1	16 867,8	23 330,4	26 486,6	63 865,1

FONTE: Contadoria Geral da República.

O Programa de Ação do Governo para o biênio 1965-1966 confirma as ordens de grandeza observadas. Com efeito, os investimentos totais financiados com recursos orçamentários, previstos em

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

Cr\$ 591,8 e Cr\$ 654,5 bilhões em 1965 e 1966, respectivamente, representam 3,1 e 3,3% do *PIB* (estimado, para os dois anos em foco, em Cr\$ 19 000 e 20 000 bilhões).(*)

3.2 Fundos Especiais

Além dos fundos previstos no Orçamento Federal, existem outros fundos formados extra-orçamentariamente e ainda outros de natureza mista, os quais drenam recursos para certos investimentos específicos. Nesta categoria entram:

a) *O Fundo Rodoviário Nacional*, formado por 89% da arrecadação do imposto único sobre combustíveis e lubrificantes. A sua receita evoluiu como segue, nos últimos seis anos:

Em Cr\$ bilhões

ANO	RECEITA
1959.....	19,2
1960.....	23,1
1961.....	44,9
1962.....	59,1
1963.....	106,5
1964.....	198,8 ⁽¹⁾

(1) Estimativa.

FONTE: Contadoria Geral da República.

b) *O Fundo da Marinha Mercante* é constituído, além da parcela orçamentária de 32% da taxa de despacho alfandegário, pela Taxa de Renovação da Marinha Mercante, de modo que a sua composição é 17% orçamentária e 83% extra-orçamentária. Isto daria, para o período 1959-1963, os seguintes recursos extra-orçamentários (em Cr\$ bilhões):

Cr\$ bilhões

ANO	RECURSOS
1959.....	3,4
1960.....	4,0
1961.....	5,6
1962.....	9,4
1963.....	15,5

FONTE: Contadoria Geral da República.

(*) Em cruzeiros de junho de 1964.

c) O *Fundo Portuário Nacional*, formado dentro do Orçamento para uma parcela de 32% (correspondendo, como vimos, aos 8% do Imposto de Importação), e extra-orçamento para os restantes 68%, pela Taxa de Melhoramentos dos Portos.

Os dois primeiros Fundos totalizaram no período 1959-1963, 1,2% do PIB, em média. As previsões para 1965 e 1966 referentes aos fundos especiais situam-se em Cr\$ 231,9 bilhões para 1965 e Cr\$ 251,9 bilhões para 1966. Isto representa 1,2% e 1,3% do PIB respectivamente, confirmando a ordem de grandeza do período analisado.

3.3 Reinvestimentos Federais

Faltam dados mais recentes e mais completos sobre o comportamento dessa genuína modalidade de formação de capital no setor público. A pesquisa já citada, feita sobre 28 empresas e entidades governamentais para o período 1956-1960, calculou que nas empresas industriais, para uma formação bruta de capital no valor de Cr\$ 60,4 bilhões durante o quinquênio, Cr\$ 49,7 bilhões, ou seja, 82,5%, foram devidos à poupança bruta das empresas (reservas para depreciações e lucros retidos).

Em relação ao PIB os reinvestimentos do período 1956-1960 alcançaram uma proporção média de 0,7%. Para o próximo biênio, 1965-1966, o Programa de Ação prevê um incremento relativo da formação de capital procedente desta fonte: a previsão é de Cr\$ 219,9 e 227,7 bilhões, respectivamente, ou seja 1,2% e 1,1% do PIB.

3.4 Outros Fundos Federais

A. *Agências federais do Governo Federal*

a) O *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico* foi criado pela Lei n.º 1628/1952, sob a forma de entidade autárquica com capital inicial de Cr\$ 20 milhões, com o objetivo de dar execução às disposições referentes ao programa de reaparelhamento, concedendo financiamentos, e dar garantia nas condições das Leis n.º 1474/1951 (que criou o adicional do imposto de renda) e n.º 1518/1951 (referente a financiamento estrangeiro). As disposições foram completadas pela Lei n.º 2973/1956.

Os recursos de que dispõe o BNDE podem ser classificados da forma seguinte:

1) Recursos próprios: capital e reservas (Cr\$ 43 bilhões em 31.12.1963).

2) Recursos administrados pelo BNDE:

— Fundo de Reparcelamento Econômico, constituído pelo empréstimo compulsório, cobrado aos contribuintes do imposto de renda (atualmente, de 15 a 25% sobre o imposto das pessoas físicas e 4% sobre reservas e lucros em suspenso das empresas) e depósitos compulsórios (40% dos depósitos das Caixas Econômicas Federais e até 25% das reservas técnicas das empresas de seguro e de capitalização); todas essas medidas foram prorrogadas até 1967, pela Lei n.º 2 973/1956 (*);

— Fundo Nacional de Investimentos, criado pela Lei n.º 4 242, de 1963 (empréstimo compulsório de 10 ou 15% sobre dividendos e outros interesses de ações e partes beneficiárias e sobre rendimentos de pessoas físicas; o empréstimo será cobrado nos exercícios 1963/1965; (**)) o Fundo assim constituído terá a participação do Tesouro e dos particulares portadores de quotas de participação do Fundo).

3) Recursos especiais: (Fundo do Trigo, empréstimos estrangeiros).

4) Recursos vinculados: (Recursos relacionados a diversos Fundos, depositados em caráter transitório).

Quanto ao campo de atuação do BNDE, a Lei n.º 2 973/56, definiu as prioridades para empréstimos e financiamentos dentro do programa de reparcelamento:

- I — ferrovias;
- II — portos e navegação;
- III — energia elétrica;
- IV — indústrias básicas;
- V — armazéns, silos e frigoríficos;
- VI — agricultura e eletrificação rural;
- VII — outros.

De outro lado, a Lei n.º 4 242, estabeleceu que os recursos do Fundo Nacional de Investimentos serão aplicados 35% na agricultura e 65% na indústria.

(*) O adicional para o Fundo de Reparcelamento Econômico foi extinto pela Lei n.º 4 506, de 30 de novembro de 1964.

(**) O Empréstimo Compulsório foi revogado pela Lei 4 357, de 16 de julho de 1964.

As operações do BNDE são feitas, seja em moeda nacional (empréstimo reembolsável, empréstimo convencional, subscrições de ações "underwriting", participações diretas, depósitos para desenvolvimento, financiamento de transações com bens de capital nacionais, empréstimos a médio e curto prazo), seja em moeda estrangeira (prestação de garantia ou aval, repasse de créditos).

Os prazos de resgate dos financiamentos variam de 5 a 15 anos, de acordo com as circunstâncias específicas do beneficiário, sendo que no caso de projetos industriais se concede um período de carência de, no mínimo, 3 anos. Os juros são habitualmente de 12% a.a. mais uma comissão de abertura de 1% e uma taxa de fiscalização de 0,25/0,50% a.a.

Um resumo das atividades do BNDE aparece no Quadro XV.

Quadro XV BNDE — Colaboração autorizada em moeda nacional e estrangeira — 1952/1963

ANOS	VALOR DA COLABORAÇÃO AUTORIZADA		
	Em moeda nacional (Cr\$ milhões)		Prestação de garantias (equiv. em US\$ mil)
	A preços da época	A preços de 1963	
Até 1956.....	15 380,9	188 983,0	84 600
1957.....	8 445,7	73 337,6	112 422
1958.....	12 241,7	82 173,9	213 124
1959.....	10 032,5	46 959,9	165 215
1960.....	13 555,0	58 865,7	50 469
1961.....	23 872,5	71 688,0	65 592
1962.....	15 772,9	28 204,1	67 533
1963.....	52 159,2	52 159,2	22 853
de 1952 a 1963.....	151 460,4	602 372,3	781 898

FONTE: Relatório do BNDE.

b) o Banco do Brasil atua, como fonte de recursos para formação de capital, através da Carteira do Crédito Agrícola e Industrial, que, além de conceder à agricultura, pecuária e indústria empréstimos de até 8-10 anos, que em muitos casos se referem a uma formação de capital fixo, autoriza especificamente empréstimos para investimentos, com prazo de até 15 anos, com vários objetivos nos

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

setores agrícola e industrial, com juros de 12% a.a. e uma comissão que chega a 2% semestrais.

Os recursos da CREAM provêm do encaixe geral do Banco do Brasil ou são obtidos por meio de redescontos ou então resultam de colocação de letras hipotecárias e bônus, depósitos obrigatórios, tributos específicos, etc.

No Quadro XVI aparece o valor total dos créditos concedidos pela CREAM em 1962 e 1963, podendo-se anotar a pequena importância dos créditos para investimentos.

Quadro XVI *Créditos concedidos*

ESPECIFICAÇÃO	1962		1963	
	N.º de contratos formalizados	Valor Cr\$ 1 000	N.º de contratos formalizados	Valor Cr\$ 1 000
Agricultura.....	311 869	111 583 652	365 249	168 111 514
Pecuária.....	45 112	30 283 288	33 094	25 929 359
Indústria.....	5 763	34 677 763	6 866	54 263 255
Cooperativas.....	285	10 234 237	368	11 647 411
Para investimentos.....	28	89 305	21	436 038
Governo Federal.....	1 012	8 108 642	2 053	24 568 038
TOTAL.....	364 069	194 976 887	407 651	284 955 615

FONTES: Relatórios do Banco do Brasil.

Aqui poderia ser lembrado o papel das Caixas Econômicas Federais, cujos recursos de terceiros evoluíram da seguinte forma nos últimos anos (em Cr\$ milhões):

ANOS	Depósitos populares	Outros depósitos à vista	Depósitos a prazo
1959.....	29 479	1 644	1 804
1960.....	35 971	1 979	1 917
1961.....	45 419	3 727	1 452
1962.....	63 054	5 381	6 625
1963 (set)....	78 933	6 973	5 370

FONTES: Relatório das Caixas Econômicas.

B. Dívida Pública

Este meio de canalizar a poupança privada para o setor público, quando não de forma compulsória, tornou-se totalmente inexecutável por causa da inflação. Títulos de rendimento fixo de um valor percentual reduzido não podem ter nenhuma aceitação (a não ser sob forma de empréstimos compulsórios) quando a taxa de inflação, muito mais alta, corrói totalmente o capital num intervalo bem curto.

Como exemplificação do reduzido montante da Dívida Consolidada Interna, anotamos que em fins de 1963 ela somava Cr\$ 54,7 bilhões (dos quais Cr\$ 44,9 bilhões em obrigações e Cr\$ 9,8 bilhões em apólices) ou seja apenas 0,6% do PIB, tendo-se mantido virtualmente estacionária nos últimos anos.

3.5 Recursos Regionais

A. Orçamentos Estaduais e Municipais

O papel dos recursos estaduais e municipais para a formação bruta de capital é relativamente modesto. De acordo com estimativas da Fundação Getúlio Vargas, em 1961 os recursos estaduais com esse destino se teriam situado em Cr\$ 51,0 bilhões e os dos municípios em Cr\$ 11,1 bilhões. Em 1962 essas cifras se teriam elevado em correspondência com a inflação, a Cr\$ 73,9 bilhões e a Cr\$ 21,0 bilhões, respectivamente. Em conjunto, os recursos estaduais e municipais destinados à formação de capital teriam correspondido, nesses dois anos, a 1,8% e a 1,7% do PIB respectivamente.

O Programa de Ação para o biênio 1965-1966 incluiu os investimentos estaduais e municipais de possível quantificação, prevendo Cr\$ 260,7 bilhões para o primeiro ano e Cr\$ 271,9 bilhões para o segundo, o que representaria 1,4% do PIB, nos dois casos. Justifica-se essa percentagem ser inferior à observada em 1961 e 1962 pelo fato de nem todos os investimentos estaduais e municipais terem sido consolidados no Programa de Governo.

Como já assinalamos, os investimentos estaduais e municipais correspondem, para 1965-1966, a 17,8% e 17,4%, respectivamente, do total de investimentos a serem realizados pelo setor público.

B. Bancos Regionais

Os bancos criados em vários Estados foram, na maioria dos casos, bancos comerciais destinados a atender às necessidades financeiras

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

luais, sem propósitos especiais quanto ao desenvolvimento econômico. Além das operações com o público, eles funcionaram como órgãos de financiamento local, recebendo, também, como importantes recursos, os depósitos dos Podêres Públicos e das autarquias. O Quadro XVII é bastante esclarecedor quanto à distribuição dos recursos desses bancos.

Quadro XVII Situação em 5 de outubro de 1964
Cr\$ milhões

ESTADOS	Capital e Reservas	Depósitos de Podêres Públicos e Autárquicos	Outros Depósitos
Amazonas.....	236,6	2 995,0	873,2
Guanabara (*).....	4 348,2	15 217,4	38 543,4
Goiás.....	653,0	2 167,5	2 613,3
Maranhão.....	1 039,8	2 022,4	1 730,1
Mato Grosso.....	101,5	320,3	274,3
Paraná.....	1 430,5	14 486,7	9 835,4
Paraná.....	189,7	1 209,7	689,3
Rio de Janeiro.....	248,6	6 234,8	4 319,3
Rio Grande do Sul.....	2 623,2	10 274,0	31 326,0
São Paulo.....	16 605,1	96 690,6	64 915,4

FORNTE: Diários Oficiais.

(*) Em 4 de setembro de 1964.

Contudo, aos poucos, os bancos estaduais começaram a atuar, em certos casos, indiretamente, como bancos de desenvolvimento. Citem-se, por exemplo, as operações feitas pelo Banco do Estado de São Paulo através da Carteira de Expansão Econômica, em ação conjunta com o Governo do Estado: em 31 de dezembro de 1963 havia 213 processos deferidos (para reflorestamento, casas para trabalhadores, indústrias agropecuárias, eletrificação rural, drenagem, silos, etc.) no valor total de Cr\$ 804 milhões, além de 45 processos em andamento, com finalidades semelhantes, totalizando outros Cr\$ 857 milhões. Dentro dos financiamentos deferidos já tinham sido aplicados, até o fim de 1963, Cr\$ 584 milhões. Para 1964 estavam consignadas verbas de Cr\$ 20 bilhões para os Fundos de Expansão da Indústria de Base e de Financiamento de Bens de Produção e Cr\$ 9 bilhões para o Fundo de Expansão Agropecuária. Essas alo-

cações eram parcialmente destinadas à realização do programa da "Aliança Brasileira para o Progresso", portanto fora dos limites do Estado de São Paulo.

Outro exemplo de atividade indireta como agência de desenvolvimento é constituído pelo Banco do Estado da Guanabara, que por motivos técnicos se tornou mutuário dos três empréstimos, no valor total de US\$ 35 milhões, concedidos pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento para a Superintendência de Urbanização e Saneamento (SURSAN) e o Estado da Guanabara.

Sentiu-se, contudo, a necessidade de organizar bancos aparelhados especialmente para financiamentos, a médio e longo prazo, de projetos de desenvolvimento econômico. Para poder atender a essa finalidade, deviam os referidos bancos contar, além do capital e depósitos, com recursos especiais, de origem tributária, que permitem aplicações fora dos moldes das operações bancárias correntes. Neste sentido, merecem destaque especial:

- o Banco de Crédito da Amazônia
(capital e reservas: Cr\$ 16 472,4 milhões);
- o Banco do Nordeste do Brasil
(capital e reservas: Cr\$ 2 274,9 milhões);
- o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul
(capital e reservas: Cr\$ 3 486,7 milhões, incluindo a co-
operação financeira dos Estados).

O Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais, mais recente, já começou a fornecer financiamentos da ordem de Cr\$ 2 bilhões. Acrescentem-se também os Bancos de Desenvolvimento de Pernambuco e de Santa Catarina.

4.1 O Mercado de Ações

O mercado brasileiro de ações através das Bôlsas de Valôres ainda é um mercado bastante incipiente. Conquanto, pela legislação do país, tôdas as ações de Sociedades Anônimas tenham acesso à Bôlsa, apenas um pequeno número (não mais de que as de 30 a 40 companhias) a freqüenta com razoável assiduidade.

As Bôlsas, por sua vez, têm servido mais como centro de transferência da propriedade de títulos de que como um instrumento de coleta de poupanças pessoais. Com efeito, no Brasil as Bôlsas de Valôres não lançam novas ações, mas apenas negociam ações já existentes. A única contribuição das Bôlsas para a formação de capital do país se observa quando as companhias, cujas ações adquiriram popularidade por seu intermédio, resolvem lançar direitos de subscrição ao par de novas ações. Essa parcela, todavia, parece ser bastante pequena entre nós. Assim, em 1963, o total dos aumentos de capital por subscrição efetuados pelas companhias populares na Bôlsa, andou pela ordem de 20 bilhões de cruzeiros. Como, na realidade, os investidores de Bôlsa não chegam a possuir a quarta parte do capital dessas Companhias (os três quartos restantes ou mais permanecendo fechados), não mais de 5 bilhões de cruzeiros representaria a poupança canalizada através do mercado de títulos — isto é, não mais de 0,05% do PIB.

Um aspecto positivo do mercado brasileiro de ações consiste na clara preferência do público e das companhias pela reinversão de lucros e, inclusive, pelas novas chamadas de capital. O nosso mercado mobiliário tem-se revelado pouco interessado nos dividendos em dinheiro, concentrando quase tôdas as suas preocupações no recebimento de bonificações, no aumento de cotações e no exercício ou na venda dos direitos de subscrição. Isso se pode atestar pelo fato de serem ínfimos os dividendos em dinheiro distribuídos pelas "blue-chips" comparativamente às suas cotações.

Esse tipo de comportamento vem muito ao encontro dos interesses do desenvolvimento econômico nacional. Em certos círculos se nota, por vêzes, o temor de que a democratização do capital debilitasse a capacidade de reinversão das emprêsas, provocando uma inconveniente hemorragia de recursos sob a forma de dividendos em dinheiro. No Brasil tem ocorrido justamente o oposto: a maior parte das emprêsas democratizadas distribui pequenos dividendos em dinheiro e ainda recolhe vastas somas do público pela concessão de direitos de subscrição.

As excessivas flutuações das cotações de Bôlsa, constituem, talvez, o aspecto mais negativo do nosso mercado de ações. A experiência do triênio 1962/1964 parece mostrar que as ações, entre nós, sobem e descem violentamente por fatores externos à rentabilidade das companhias que representam. As oscilações se devem sobretudo a fatores psicológicos, a afluxos repentinos de novos investidores ao mercado, a maiores ou menores facilidades de crédito, ao aparecimento de letras do Banco do Brasil, ao aumento dos meios de captação de recursos pelo setor público, às variações da conjuntura política, etc. Pelo menos a curto prazo sente-se considerável dissociação entre as cotações em bôlsa das ações e a rentabilidade ou o patrimônio das respectivas Companhias.

Essas violentas oscilações de cotações começaram particularmente em agosto de 1962. Entre o início dêsse mês e o fim do ano de 1962, as principais ações negociadas nas Bôlsas valorizam-se, em média, de 115%. Ao longo do ano, os investidores da Bôlsa perceberam lucros absolutamente excepcionais entre bonificações, aumentos de cotação, direitos de subscrição e dividendos.

Durante os meses de janeiro e fevereiro de 1963 as ações continuaram subindo desmedidamente. Entre o último pregão de dezembro de 1962 e o primeiro de março de 1963, a média das ações mais negociadas valorizou-se de 73%. Ao todo, em sete meses, do início de agosto ao início de março, as principais ações haviam subido de 219%, em média.

Logo no princípio de março, todavia, as cotações começaram a cair violentamente. Em um período de três meses, do início de março ao início de junho, essa queda atingiu nada menos de que 42%, o que significa que as ações caíram de quase metade do seu valor. Entre junho e outubro o mercado voltou a recuperar-se consideravelmente. Do início de novembro a meados de dezembro, nova queda substancial, ainda que bem menos violenta do que a do primeiro semestre, e entremeada de uma pequena recuperação. No fim de dezembro o mercado voltou a recuperar-se parcialmente, mas no início de janeiro de 1964 tornou a cair. Ao todo, o ano de 1963 não foi um período brilhante para os investidores da Bólsa. Entre o início e o fim do ano, entre aumentos de cotações, bonificações, direitos de subscrição e dividendos, as principais ações renderam apenas 25% — rentabilidade muito modesta em comparação com a taxa de inflação de 80% (o que significa que houve considerável prejuízo, em termos reais).

Em 1964, a queda continuou até março, atingindo 21% em relação a dezembro de 1963. A partir de abril, a instabilidade do mercado tornou-se ainda mais manifesta, registrando cotações altas e baixas alternadas, acusando variações no fim do mês, na ordem de grandeza de + 30%, + 11%, - 7%, - 19% e finalmente + 48% em agosto. Os meses de agosto e de setembro pareciam indicar uma franca recuperação do mercado de ações, mas já em outubro enfraquecia o mercado (- 14%) e o mês de novembro acentuou ainda mais a queda das cotações.

O Quadro XVIII, que contém as médias mensais do índice B/V de cotações para o período de janeiro de 1962 a dezembro de 1964, oferece uma imagem da instabilidade do mercado de ações (*).

Outro percalço do nosso mercado de capitais reside na dificuldade da colocação de novas ações junto ao público. A inflação, sem dúvida, estimulou bastante a procura de ações, mas concentrou-a demais nas "blue-chips" e de menos nos novos lançamentos. Isso, em grande parte, resulta do fato de que os atrativos que uma empresa em formação pode oferecer aos seus acionistas prospectivos

(*) O índice B/V indica qual seria a evolução do patrimônio de um investidor, que distribuisse seus recursos na compra de um certo conjunto ponderado de ações, e que reinvestisse todos os seus ganhos no mercado, sem, todavia, entrar com novos fundos em dinheiro após a compra inicial. O índice combina as cotações, as bonificações, os dividendos em dinheiro e os direitos de subscrição ao par.

Quadro XVIII Índice B/V de cotações (médias mensais) (base: janeiro de 1962 = 100)

MESES	1962	1963	1964
Janeiro.....	100	341	339
Fevereiro.....	105	387	315
Março.....	111	368	263
Abril.....	113	276	344
Maió.....	113	243	313
Junho.....	115	255	361
Julho.....	122	279	304
Agosto.....	138	350	327
Setembro.....	152	379	452
Outubro.....	203	377	390
Novembro.....	236	363	341
Dezembro.....	263	331	338

FONTE: Bólsa de Valores do Rio de Janeiro.

se tornam totalmente irrelevantes quando a moeda se desvaloriza rapidamente. A garantia preferencial de um dividendo mínimo de 12% ao ano, por exemplo, constituiria um bom atrativo para os investidores se a moeda se mantivesse estável, mas perde todo seu sentido diante de uma inflação de 50% ou 80% ao ano.

Muitos lançamentos de novas ações, de resto, têm suscitado desconfiança junto ao público. Em vários casos a colocação de novas ações é feita rapidamente, graças a um intenso trabalho de propaganda e de corretagem, mas não se cria um mercado de revenda para os títulos recém-lançados. O resultado é que, pouco tempo depois, as ações — que haviam sido vendidas ao público com ágios destinados a cobrir os custos de colocação — passam a ser cotadas na Bólsa abaixo do par. Lançamentos desse gênero têm ocorrido entre nós com péssimas repercussões sobre o mercado de capitais.

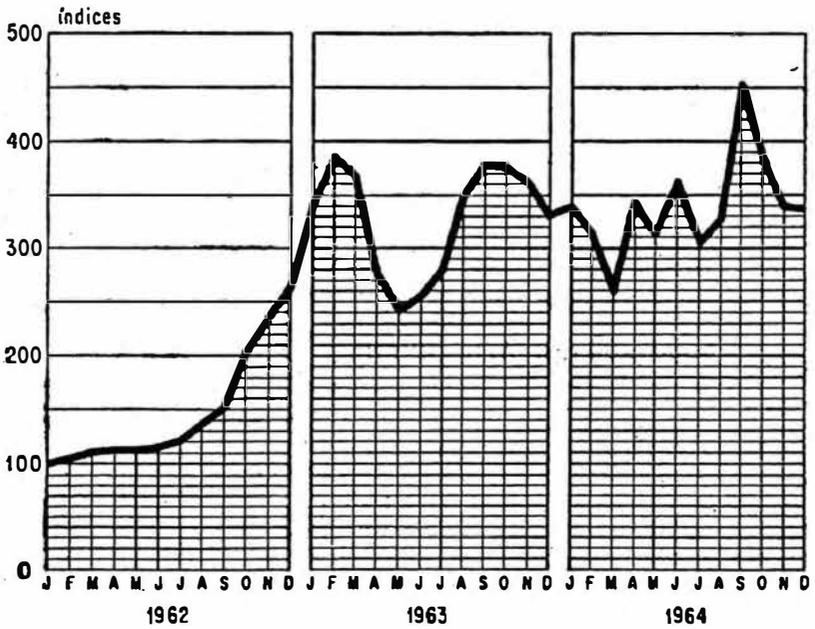
Falta, também, entre nós, um instrumento que permita ao público discernir entre as boas e as perigosas inversões mobiliárias. A cotação em Bólsa, nesse caso, nada representa, já que ela é oficialmente exigida de tôdas as Sociedades Anônimas. A falta desse instrumento tem levado o público a concentrar-se na compra de “blue-chips”, mesmo a índices preço/lucro excessivamente altos e a desinteressar-se pelos novos lançamentos.

Cabe acrescentar que a nossa lei de Sociedades Anônimas está longe de assegurar aos acionistas as garantias desejáveis para um

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

GRÁFICO
5

ÍNDICE B/V DE COTAÇÕES
MÉDIAS MENSAIS



mercado de capitais suficientemente desenvolvido. Nesse sentido, a nossa legislação parece adaptar-se muito mais à companhia fechada do que à aberta: faltam-lhe dispositivos de proteção aos acionistas minoritários. A inflação ainda torna a questão mais delicada, pois diante da alta geral de preços o problema do investidor não é só o de receber dividendos razoáveis e de não assistir ao declínio das cotações das suas ações; o problema principal passa a ser o da proteção do patrimônio mobiliário de cada um contra os efeitos da desvalorização monetária.

4.2 Problemas Básicos do Mercado de Crédito

Uma inflação crônica e violenta obviamente provoca inúmeras e profundas distorções no mercado de crédito de um país. Quando a inflação se inicia, surpreendendo as expectativas dos mutuantes e mutuários, a primeira dessas distorções consiste nos conhecidos “ganhos dos devedores em detrimento dos credores”, já que estes são reembolsados em moeda desvalorizada. Com o correr do tempo, as distorções vão-se aprofundando, pois a alta dos preços já não mais surpreende ninguém. Os ganhos dos devedores à custa dos credores, embora eventualmente possam subsistir, passam a ser obstados pela resistência dos mutuários, que já não deixam de incluir a inflação nas suas previsões. A taxa de juros nominal dissocia-se da taxa real, entre elas se interpondo o ritmo da inflação. Um aumento substancial das taxas nominais de juros se impõe como forma natural de adaptação do mercado de crédito à conjuntura inflacionária.

A essa adaptação, todavia, se antepõem diversos obstáculos. Em primeiro lugar, freqüentemente existem limites institucionais à taxa nominal de juros. No Brasil, desde 1933, vigora a chamada *lei da usura*, a qual proíbe contratos de empréstimo com juros superiores a 12% ao ano (*). Obviamente esse limite (que corresponderia a uma taxa real bastante elevada se houvesse estabilidade monetária) torna-se totalmente irrisório diante de uma inflação de mais de 50% ao ano. Nos últimos anos, com o recrudescimento do processo inflacionário, a lei da usura vem sendo cada vez mais contornada pelos mais variados artifícios: os juristas e os financistas sempre descobrem fórmulas legais capazes de substituir as palavras “empréstimos” e “juros” e a lei da usura, ainda que respeitada na forma, passa a ser desobedecida no seu conteúdo. Todos os seus artifícios

(*) Decreto n.º 23 501, de 27 de novembro de 1933.

para contornar a lei da usura são de alguma forma estabilizadores, no sentido de que atenuam as distorções do mercado de crédito. De algum modo, todavia, a necessidade de se recorrer a êsses artifícios sempre constitui um obstáculo ao funcionamento do mercado de crédito.

Por outro lado, independentemente das limitações legais da taxa de juros, a inflação acarreta um outro problema, talvez de solução mais difícil. Quando um país enfrenta uma inflação como a que ocorreu no Brasil, o principal determinante das taxas nominais de juros passa a ser o ritmo esperado da alta geral de preços. As previsões quanto às taxas de inflação, todavia, são inevitavelmente precárias e arriscadas, sobretudo quando se estendem a prazos não muito curtos. Esse problema fatalmente conduz à redução dos prazos de operação do mercado de crédito, criando impasse de difícil solução para as operações a longo prazo.

Há um meio de contornar a imprevisibilidade da taxa de inflação em relação às operações de crédito, pela introdução de uma cláusula-móvel que estabeleça o reajustamento das prestações devidas de acôrdo com um índice de preços convencionado. Num certo sentido a cláusula-móvel seria a fórmula de adaptação do mercado de crédito a longo prazo a uma situação inflacionária crônica. No Brasil, por decreto com força de lei promulgado em 1933 (Governo Provisório do Presidente Getúlio Vargas), a cláusula-móvel é proibida (*), e, até agora não se encontrou uma fórmula para contornar êste dispositivo.

Diga-se de passagem, ainda que fôsse permitida, a cláusula-móvel não constituiria uma solução de todo satisfatória. Os preços, numa inflação, não se movem equiproporcionalmente, e o mutuário de um contrato com essa cláusula sempre correria o risco de os seus rendimentos não se ajustarem com a mesma velocidade do número índice escolhido para o reajustamento das prestações.

Como se vê, a adaptação do mercado de crédito à inflação encontra vários obstáculos, alguns de caráter geral, outros de natureza institucional. O resultado inevitável é um mercado de crédito repleto de distorções, como o que se descreverá nos parágrafos seguintes.

(*) A Lei n.º 2 973, de 26-11-52, abre exceção específica para o BNDE. Recentemente, a Lei n.º 4 357, de 17-7-64, criou títulos públicos com cláusula móvel e instituiu a correção monetária dos débitos fiscais. Também a Lei Habitacional autorizou operações com cláusula móvel para o financiamento de habitações populares.

4.3 O Mercado de Crédito a Curto Prazo

O binômio inflação-lei da usura tem acarretado inúmeras distorções na operação dos bancos comerciais. Os juros dos depósitos bancários, à vista e a prazo, são controlados pela Superintendência da Moeda e do Crédito, não indo além de 5,6, ou quando muito 8% ao ano. Alguns bancos pagam juros adicionais a certos depositantes a prazo, mas isso é uma operação irregular e que não pode ser escriturada pelo banco.

A consequência natural foi a fuga quase total dos depósitos a prazo. Esses depósitos, que em 1950 representavam cerca da quarta parte do total dos depósitos bancários, estão hoje reduzidos a uma fração ínfima, não superior a 5% do total.

Os depósitos à vista resistem mais facilmente à inflação, já que as pessoas e as empresas não podem dispensar as suas contas de movimento. Ultimamente, todavia, como consequência natural da inflação, esses depósitos têm sido cada vez mais rapidamente movimentados, o que diminui bastante a tranqüilidade de caixa dos bancos.

No que tange às operações ativas, os empréstimos dos bancos comerciais assumem, atualmente, duas características principais: a exiguidade dos prazos e as taxas de juros altos, bem acima dos limites da lei da usura.

Quanto às taxas de juros, até há alguns anos atrás os bancos comerciais geralmente se cingiam aos limites da lei da usura, embora a inflação já atingisse a ordem dos 20% anuais. Os bancos obviamente podiam fazer isso porque pagavam juros ainda menores aos depositantes. Ultimamente, todavia, as barreiras da lei da usura já estão totalmente ultrapassadas. As taxas efetivas de juros cobradas pelos Bancos Comerciais variam irregularmente, conforme o Banco e conforme o cliente. Não há estatísticas sobre a matéria, mas, ao que parece, as taxas mais freqüentes foram de 3,5 a 4% ao mês, cobradas antecipadamente.

Os Bancos contornam a lei da usura por meio de três artifícios principais (às vezes combinados):

- a) *os juros cobrados por fora* — esse é o artifício mais grosseiro e que consiste na cobrança de juros extra sem qualquer escrituração contábil pelo banco e pelo mutuário;
- b) *a sobrecarga nas comissões bancárias* — esse é o artifício mais comum; os bancos, além dos juros, cobram dos mutuários diversas comissões, (de abertura de crédito, de cobrança, etc.). Essas comissões devidamente infladas, elevam a taxa efetiva de juros muito acima dos limites da lei de usura;

c) *as contas vinculadas* — êsse artifício, o mais sofisticado dos três, consiste em o banco exigir que o mutuário contraia um empréstimo maior do que o que necessita, em montante ou em prazo, ficando uma parte depositada em conta vinculada, até a liquidação da dívida. Sendo os juros desses depósitos bem inferiores aos do empréstimo, os juros efetivos sobre os saldos devedores elevam-se bem acima dos limites envolvidos no contrato. Para os bancos, os empréstimos desse tipo têm o inconveniente de provocar um aumento dos depósitos compulsórios à ordem da Superintendência da Moeda e do Crédito (pois a conta de depósitos do banco aumenta artificialmente); daí a maior preferência pelos outros artifícios.

O fato de os Bancos hoje exigirem juros efetivos bem superiores aos compatíveis com a lei da usura é, acima de tudo, uma questão de oferta e procura. Seria impossível equilibrar o suprimento e a demanda de crédito se a taxa de juros, na atual conjuntura inflacionária, se limitasse aos 12% legais. Diga-se de passagem, as taxas efetivas que atualmente vigoram no mercado ainda estão bem abaixo do ritmo da inflação, o que equivale a dizer que as taxas reais de juros são negativas. Também as taxas atuais não são suficientemente altas para equilibrar a oferta e a procura de empréstimos. O suprimento de crédito é bastante racionado, persistindo uma significativa margem de demanda insatisfeita. É evidente, todavia, que o racionamento é muito menos intenso do que o prevaleceria se os limites da lei da usura fôsem efetivamente respeitados.

Por outro lado, os prazos estão se tornando cada vez mais curtos. Alguns anos atrás os Bancos Comerciais concentravam a maioria das suas operações no desconto de títulos de 90 a 120 dias; uma pequena faixa se estendia até 180 dias, e uma outra correspondia aos títulos de um ou dois meses. Recentemente êsses prazos se vêm encurtando bastante: as operações além de 90 dias tornam-se cada vez mais raras e as de 30 a 60 dias progressivamente mais freqüentes.

Três razões explicam a crescente redução dos prazos dos empréstimos bancários. Em primeiro lugar, o desaparecimento quase total dos depósitos a prazo e a rotação cada vez mais rápida dos depósitos à vista diminuíram sensivelmente a tranqüilidade de caixa dos bancos, obrigando-os a operar em prazos cada vez mais restritos. Em segundo lugar, a existência de uma demanda insatisfeita de crédito permite aos Bancos selecionar bastante suas operações donde a preferência pelas operações de prazo curto que asseguram uma liquidez mais tranqüila. Em terceiro lugar, as comissões bancárias usualmente constituem uma carga mais ou menos fixa para o mutuário, não fã-

cilmente ajustável na proporção dos prazos. Para alcançar a taxa de juros desejada, contornando a lei da usura, e evitando que as comissões pareçam absurdamente altas, os Bancos são levados a restringir os prazos de operação, de modo a dissolver os juros implícitos nas comissões por um período de tempo suficientemente pequeno.

4.4 O Mercado de Crédito a Médio Prazo

Com o desenvolvimento das indústrias de bens duráveis de consumo e das indústrias de bens de capital, cresceu extraordinariamente no Brasil a procura de crédito a médio prazo. Contudo, os Bancos comerciais, não dispondo, pelas razões já descritas, de depósitos a prazo suficientemente vultosos e estáveis, não podiam conceder créditos a esses prazos. Após um certo período de dificuldades, o problema resolveu-se com a criação das chamadas “Sociedades de Crédito e Financiamento”, as quais, utilizando-se de certos artifícios legalmente permitidos, conseguem captar recursos do público, remunerando-os a taxas bem superiores às compatíveis com a lei da usura. Isso propicia a angariação de algo equivalente aos depósitos a prazo (os nomes são devidamente mudados para que se escape à lei da usura) — base para as operações de empréstimos a médio prazo.

Dois são os principais sistemas de operação das Sociedades de Crédito e Financiamento: o das Contas de Participação e o das Letras de Câmbio.

O primeiro sistema consiste, em essência, em substituir depósitos e empréstimos por contratos de sociedade em conta de participação. O Código Comercial brasileiro regula essas sociedades nos seus artigos 325 a 328, dispondo que a sua constituição pode realizar-se sem as formalidades requeridas para os demais tipos de sociedade, o que torna as contas de participação extremamente flexíveis e isentas dos entraves burocráticos que usualmente se antepõem à formação de qualquer sociedade. Isto pôsto, as Sociedades de Crédito e Financiamento criam fundos de participação, nos quais entram como sócios ostensivos e nos quais associam o público a título de sócios ocultos. Os recursos do fundo são aplicados em novas sociedades em conta de participação com os mutuários da companhia, os mutuários entrando como sócios ostensivos e o fundo como sócio oculto. Fundamentalmente, há apenas uma mudança de rótulos: os depósitos e empréstimos passam a denominar-se sociedades em conta de participação, e os juros tomam o nome de lucros. Essa mudança de nomes, todavia, permite que se escape à lei da usura, pois a remuneração das sociedades em conta de participação é considerada lucro

e não juro. Dessa forma, as Sociedades de Crédito e Financiamento conseguem pagar aos seus depositantes (que oficialmente se denominam participantes) taxas da ordem de 40% ao ano; aos mutuários cobra-se essa taxa, acrescida de u'a margem destinada a cobrir as despesas e a propiciar lucros para a Sociedade de Crédito ou Financiamento.

O segundo sistema, o das letras de câmbio, é ainda mais engenhoso. Em linhas gerais, o mutuário troca suas duplicatas ou promissórias por letras do câmbio por êle sacadas e aceitas pela Sociedade de Crédito e Financiamento. Os prazos das letras de câmbio são escalonados de tal forma que o vencimento de cada uma delas seja precedido pelo de um montante não inferior de promissórias ou duplicatas trazidas pelo mutuário; a Sociedade de Crédito e Financiamento garante assim o pagamento das letras de seu aceite pelo prévio vencimento dos títulos por ela recebidos. Por essa operação a Companhia não cobra juros — o que não teria o sentido no caso — mas apenas uma comissão de aceite.

Até aí o mutuário limitou-se a trocar duplicatas e promissórias por letras de câmbio. Todavia, como as letras de câmbio são consideradas títulos de Bôlsa, é possível vendê-las com deságio no mercado de capitais. Dessa forma, o mutuário obtém o dinheiro de que necessita. (Na prática, uma companhia vendedora de títulos compra as letras do mutuário e as revende ao público).

Para o comprador da letra os juros são substituídos pelo deságio e, mais uma vez, essa substituição permite que se escape à lei da usura. Assim, uma letra de um ano que seja vendida por 64% de seu valor nominal (isto é, com 36% de deságio), proporciona a seu comprador um juro implícito de 36/64, ou seja, de 56,3% ao ano. O mutuário da Sociedade de Crédito e Financiamento, que trocou as suas duplicatas ou promissórias por letras de câmbio, paga indiretamente êsse juro implícito mais uma série de impostos e comissões.

Deve-se salientar que o custo efetivo para o mutuário do dinheiro emprestado pelas Sociedades de Crédito e Financiamento é hoje extremamente elevado, como se deduz do Quadro XIX. Em operações de 6 meses o mutuário paga $\frac{100}{70,4} - 1 = 42\%$ de juros, o que equivaleria a uma taxa de 102% ao ano. Em operações a 12 meses, a taxa anual de juros chega a 130%.

As Sociedades de Crédito e Financiamento têm as suas operações regulamentadas por uma Portaria do Ministro da Fazenda (Portaria n.º 309) e por algumas Instruções da Superintendência da Moeda e do Crédito. De acôrdo com essas disposições, as Sociedades em questão podem conceder empréstimos entre 6 meses e 2 anos. Na

prática, porém, as operações a mais de 12 meses são extremamente raras. Outras limitações impostas às operações dessas sociedades se indicam a seguir:

- a) o total de operações ativas não pode exceder 15 (quinze) vezes o capital mais reservas livres;
- b) o ativo imobilizado não pode exceder de 30% (trinta por cento) do capital;
- c) a Sociedade deve ter pelo menos 40 (quarenta) clientes nas operações ativas;
- d) o limite de aplicação por cliente não pode ultrapassar 5% (cinco por cento) do total das operações ativas;
- e) por disposição estatutária, pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) das operações ativas devem, direta ou indiretamente, beneficiar a agricultura.

As Sociedades de Crédito e Financiamento devem possuir no mínimo 50 milhões de cruzeiros de capital. Para obtenção da Carta Patente, os interessados são obrigados a depositar previamente no Banco do Brasil quantia não inferior nem a 50 milhões de cruzeiros nem à metade do capital social.

Há algum tempo, várias empresas do país passaram a lançar diretamente suas letras no mercado, sem a intervenção das Sociedades de Crédito e Financiamento. Essas letras, que procuravam atrair o público com deságios maiores, passaram a constituir o apelidado "mercado paralelo", que escapava completamente à fiscalização da Superintendência da Moeda e do Crédito. Recentemente o mercado paralelo foi tornado ilegal (*). Todavia, por falta de fiscalização, o mercado paralelo continua em franca operação.

Deve-se notar que os rendimentos auferidos pelos compradores das letras de câmbio das Sociedades de Crédito e Financiamento ficam substancialmente abaixo da taxa de inflação. A grande aceitação do público se explica apenas pela falta de melhores alternativas para a aplicação de dinheiro a juros fixos. As comissões de aceite e revenda e os encargos fiscais, no entanto, tornam o custo do dinheiro extremamente alto para o mutuário.

Estima-se que em 1963 as Sociedades de Crédito e Financiamento tenham captado cerca de 40 bilhões de cruzeiros de poupanças — pelo aumento da circulação de letras de câmbio e certificados de participação — quantia equivalente a cerca de 0,4% do Produto Nacional Bruto.

(*) Lei n.º 4 242, de 14 de julho de 1963 — Art. 78.

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

Quadro XIX Tabela de letras de câmbio — Despesas fixas e variáveis

	6 meses	7 meses	8 meses	9 meses	10 meses	11 meses	12 meses
DESPESAS FIXAS							
Letras Contrato	24,00	28,00	32,00	36,00	40,00	44,00	48,00
Letras Premiárias	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00
Letras Letras Câmbio	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00
Comissão Aceite	2 400,00	2 800,00	3 200,00	3 600,00	4 000,00	4 400,00	4 800,00
TOTAIS	4 424,00	4 828,00	5 232,00	5 636,00	6 040,00	6 444,00	6 848,00
DESPESAS VARIÁVEIS							
Deságio	18 000,00	21 000,00	24 000,00	27 000,00	30 000,00	33 000,00	36 000,00
D. Profissionais (*)	7 210,00	8 295,00	9 382,00	10 469,00	11 556,00	12 643,00	13 730,00
TOTAIS	25 210,00	29 295,00	33 382,00	37 469,00	41 556,00	45 643,00	49 730,00
Despesa Fixa	4 424,00	4 828,00	5 232,00	5 636,00	6 040,00	6 444,00	6 848,00
Despesa Variável	20 786,00	24 467,00	28 150,00	31 833,00	35 516,00	39 199,00	42 882,00
Total Despesa	25 210,00	29 295,00	33 382,00	37 469,00	41 556,00	45 643,00	49 730,00
Sociedade Recebe	20 834,00	24 128,00	27 614,00	31 380,00	35 290,00	39 278,00	43 558,00
Sociedade Recebe	20 308,00	23 874,00	27 380,00	31 180,00	35 110,00	39 220,00	43 442,00
	100 000,00	100 000,00	100 000,00	100 000,00	100 000,00	100 000,00	100 000,00

(*) Discriminação das Despesas Profissionais:

15 % s/valor da deságio (Imposto de Renda)

10 % s/valor do deságio (Imposto Adicional)

2 % s/valor da Letra p/contrato

0,8 % s/valor da Letra para comissão da distribuidora

0,21% s/valor da Letra p/comissão de corretor da Bolsa (Região)

FONTE: Informações diretas de 6 Sociedades de Crédito e Financiamento.

4.5 O Mercado de Crédito a Longo Prazo

Se as dificuldades de crédito a médio prazo, criadas pelo binômio inflação-lei da usura, podem considerar-se em parte resolvidas pelo desenvolvimento das Sociedades de Crédito e Financiamento, na área de crédito a longo prazo perdura o impasse. A não ser da parte de certas instituições governamentais, como o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, virtualmente não existe, no Brasil, oferta de fundos para empréstimos a longo prazo.

O problema, no caso, não mais reside na limitação legal da taxa de juros — o que sempre se poderia contornar por algum artifício como o dos deságios. O impasse resulta basicamente da incerteza quanto ao futuro ritmo da inflação. Numa conjuntura inflacionária como a atual, a taxa de juros que livremente tende a estabelecer-se no mercado depende, fundamentalmente, das expectativas quanto à velocidade da alta de preços. E a longo prazo essa velocidade é totalmente imprevisível.

Sintoma característico desse impasse de crédito a longo prazo é a exigüidade do mercado brasileiro de debêntures. Embora a Lei de Sociedades Anônimas permita que as companhias emitam debêntures até o equivalente do capital social, raríssimas são as empresas que conseguem lançar no mercado esses títulos de renda fixa. Assim, basta dizer que, em 1962, enquanto as sociedades anônimas brasileiras emitiam um total de Cr\$ 341 bilhões em ações, a emissão total de debêntures restringia-se a Cr\$ 2,4 bilhões, isto é, a menos de 1 por cento do lançamento de novas ações. E vale acrescentar que grande parte dessas debêntures lançaram-se com prazos curtos de vencimento, quase nunca chegando a um ano.

No quadriênio 1960/1963, a emissão de debêntures apresentou a seguinte variação em Cr\$ bilhões e em percentagem do PIB — a qual mostra a extrema exigüidade deste mercado:

ANOS	Emissões de Debêntures	% do PIB
1960	Cr\$ 1,2 bilhões	0,05
1961	Cr\$ 0,6 »	0,02
1962	Cr\$ 2,4 »	0,04
1963	Cr\$ 2,2 »	0,02

FONTE: IBRE — FGV.

A solução natural para os problemas de crédito a longo prazo na atual conjuntura inflacionária consistiria, como já apontamos anteriormente, nos contratos com cláusula de escala móvel. Esse tipo de cláusula, todavia, é proibido pela legislação brasileira (salvo para o caso do BNDE, para títulos públicos criados pela lei 4357 e para certas operações habitacionais).

Dentro do panorama descrito, é claro que o suprimento de crédito a longo prazo em cruzeiros é absolutamente racionado. As fontes principais, todas elas estatais, são, em primeiro lugar, o BNDE, que centraliza a maior parte da oferta de empréstimos a longo prazo para os setores de base, e, em segundo lugar, o Banco do Brasil, e algumas agências regionais ou estaduais. Algumas agências financeiras internacionais, como o BID e a AID, também ocasionalmente emprestam cruzeiros a longo prazo. Para certas finalidades específicas, como a compra de moradia própria, existe uma oferta

racionada de fundos das Caixas Econômicas e de alguns Institutos de Previdência Social (*).

O custo de dinheiro emprestado por essas entidades é extremamente baixo, em face da atual conjuntura inflacionária (o BNDE freqüentemente opta pela participação societária ao invés da concessão de empréstimos); incluindo-se os juros, comissões e sobretaxas, não costuma ultrapassar a casa dos 20% anuais — o que está muito aquém das taxas efetivamente cobradas para os empréstimos a curto e a médio prazo. Obviamente, para os mutuários, um financiamento nessas condições é altamente vantajoso. Como é inevitável, todavia, a oferta desses fundos é altamente racionada.

4.6 As Sociedades de Investimentos

O desenvolvimento das Sociedades de Investimentos no Brasil pode considerar-se bastante recente. Conquanto já operassem de há mais tempo algumas companhias distribuidoras, o desenvolvimento em maior escala das grandes sociedades de investimentos, como o International Basic Economy Corporation (que administra o Fundo Crescinco) e a DELTEC, data do último decênio.

Muitas das sociedades em questão operam como emprêsas mistas, de Crédito e Financiamento, e de Investimentos. Nas Carteiras de Investimentos, três são os tipos fundamentais de operações:

- a) *o lançamento de novas ações à subscrição pelo público* — realizado por uma combinação de instrumento de propaganda e de equipes de distribuidores que vão procurar os possíveis investidores em suas residências ou em seus locais de trabalho a fim de procurar vender-lhes as ações;
- b) os *"underwritings"* — por meio dos quais a Sociedade de Investimentos garante, total ou parcialmente, a subscrição das ações emitidas pelo cliente;
- c) os *"investment trusts"* — por meio dos quais a Sociedade de Investimentos aplica em títulos da Bólsa os recursos de um Fundo em Condomínio, cujas quotas são vendidas ao público (exemplo: Fundo Crescinco).

(*) Essa oferta deverá expandir-se com a entrada em operação do Banco Nacional de Habitação e com a generalização da cláusula móvel nas operações de crédito imobiliário.

A regulamentação das Sociedades de Investimentos, no Brasil, se limita à Portaria 309 do Ministro da Fazenda (expedida em novembro de 1959) e a umas poucas disposições complementares de certas Instruções da SUMOC.

Inegavelmente as Sociedades de Investimentos têm a seu crédito a democratização do capital de várias empresas. Certas práticas predatórias, todavia, têm tido a maior repercussão em nosso mercado de capitais. Trata-se dos já mencionados lançamentos de ações, com ágios para cobrir os custos de distribuição, despreocupados da criação de um mercado para a revenda dos títulos. Atualmente a ADECIF (Associação dos Diretores de Empresas de Crédito, Investimentos e Financiamento) cogita da constituição de um "pool" de "underwriting" destinado a solucionar esse problema.

4.7 Tratamento Fiscal

No que concerne ao tratamento tributário das inversões mobiliárias, as principais disposições da atual legislação do Imposto de Renda são as que a seguir se discriminam:

- a) Os dividendos em dinheiro proporcionados pela ação nominativa recebidos por pessoas físicas, quando superiores, anualmente, a três vezes o salário mínimo fiscal, são sujeitos ao desconto do imposto de renda na fonte à razão de 10% (dez por cento). Além disso, o beneficiário dos dividendos é obrigado a incluir esses rendimentos na cédula F de sua declaração como pessoa física, podendo abater do imposto a pagar o total já retido na fonte.
Os dividendos de ações nominativas percebidos por pessoas jurídicas não são tributados nem na fonte, nem na declaração posterior do beneficiário;
- b) Os dividendos em dinheiro das ações ao portador estão sujeitos ao imposto de renda na fonte à razão de:
 - i) 28%, se o beneficiário se identificar, incluindo posteriormente os rendimentos na cédula F de sua declaração, se se tratar de pessoa física;
 - ii) 60% se o beneficiário não se identificar.

Em qualquer dos casos, o dividendo fica sujeito à retenção na fonte do adicional restituível do BNDE à razão de 15% do imposto acima mencionado. Durante os exercícios de 1963 e

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

1964 será cobrado também um imposto adicional à razão de 5% sobre o valor bruto do dividendo. Finalmente, quando o beneficiário não se identificar, a fonte deverá recolher ainda 15% do valor bruto do dividendo a título de empréstimo compulsório (Lei n.º 4 242), nos exercícios de 1963 e 1964.

- c) As bonificações em ações resultantes de incorporação de reservas ao capital ou da correção monetária dos ativos não trazem nenhum ônus fiscal para os seus beneficiários. A empresa que distribuiu as bonificações fica sujeita unicamente ao imposto de renda sobre o aumento do capital, à razão de 15% no caso das incorporações de reservas, e de 10% (*) no caso de correção monetária do ativo.
- d) Os lucros percebidos por pessoas físicas em decorrência da desvalorização de ações ou da venda de direitos de subscrição estão isentos do imposto de renda.
- e) Os juros pagos pelos bancos aos depositantes pessoas físicas devem ser incluídos na cédula E das declarações pessoais.
- f) Os juros de debêntures estão sujeitos ao desconto do imposto de renda na fonte à razão de:
 - i) 21%, se o beneficiário se identificar, incluindo posteriormente os rendimentos na cédula F de sua declaração, se se tratar de pessoa física, e no seu lucro tributável se se tratar de pessoa jurídica.
 - ii) 45%, se o beneficiário optar pela não identificação.

Em qualquer dos casos, a fonte ainda deverá recolher:

- i) 10% sobre o valor bruto dos juros, a título de empréstimo compulsório (Lei n.º 4 242).
 - ii) nos exercícios de 1963 e 1964, 5% sobre o valor bruto dos juros como imposto adicional.
- g) Os juros dos títulos da dívida pública (salvos os que gozarem de imunidade fiscal) estão sujeitos ao desconto do imposto de renda na fonte à razão de 6%. No caso dos títulos nominativos, os juros correspondentes, quando percebidos por pessoas físicas, deverão ser incluídos na cédula A da declaração pessoal da renda, permitindo-se ao contribuinte abater do imposto a pagar o que já tiver sido descontado na fonte.

(*) Reduzido para 5%, tornando-se compulsória a reavaliação do ativo, à vista da nova legislação do imposto de renda (Lei n.º 4 357, de 16-7-64).

- h) Os deságios das letras de câmbio, desde que os beneficiários se identifiquem, ficam sujeitos, unicamente, ao imposto de 15% na fonte e ao empréstimo compulsório de 10% (o que equivale a um ônus fiscal total de 25%) (*). Na prática, o problema da identificação tem sido resolvido da seguinte maneira: O sacador da letra de câmbio vende-a com deságio, a uma pessoa jurídica distribuidora. Esta se identifica — o que é supérfluo em se tratando de pessoa jurídica — em seu nome sendo descontados o imposto e o empréstimo compulsório. Posteriormente a distribuidora revende a letra ao público, naturalmente por preço maior ou igual ao da sua aquisição. Nesse caso, segundo a Lei n.º 4242, não há mais deságio e em relação ao valor de aquisição, dispensando-se, dessarte, a identificação do comprador final da letra, o qual a recebe livre de qualquer ônus fiscal.
- i) Os fundos de participação administrados pelas Sociedades de Crédito e Financiamento não são tributados como pessoa jurídica (os rendimentos da Sociedade de Crédito e Financiamento, estes sim). Os lucros recebidos pelos participantes devem entrar na cédula H da declaração pessoal, quando se tratar de pessoa física.
- j) Os fundos em condomínio administrados pelas Sociedades de Investimentos não são tributados como pessoa jurídica, desde que todos os seus rendimentos sejam distribuídos entre seus participantes. Os lucros auferidos por pessoas físicas na alienação de quotas de fundos em condomínio estão também isentos do Imposto de Renda.

(*) A partir de 1965, não mais será cobrado o Empréstimo Compulsório, pois foi revogado pela Lei n.º 4357, de 16 de julho de 1964.

5.1 Síntese das Características do Mercado Brasileiro de Capitais

Pelo que vimos nos capítulos anteriores do presente estudo, o mercado brasileiro de capitais ainda se encontra em fase bastante rudimentar, ressentindo-se de inúmeras distorções oriundas do processo inflacionário. Com efeito, a dissociação entre o indivíduo que poupa e o indivíduo que investe tem sido alcançada muito mais à custa de mecanismos compulsórios de transferência do que à custa de decisões voluntárias estimuladas pelo mercado. A maior parte das poupanças privadas, ou flui diretamente para empresas controladas pelos indivíduos que as constituem, ou é retida sob a forma de encaixes adicionais, correspondente à alta geral de preços, e que sustentam boa parte das aplicações do sistema financeiro, ou é drenada para o setor público sob a forma de empréstimos compulsórios e artifícios congêneres. A canalização voluntária de poupanças privadas para investimentos não controlados pelas pessoas que poupam ainda se processa com bastante dificuldade, como atestam a insignificância das emissões de títulos públicos de subscrição voluntária, o pequeno volume de debêntures emitidos, a exígua absorção de novas poupanças pelas Bolsas de Valores, e, ainda, as dimensões moderadas das operações das Sociedades de Crédito e Financiamentos(*). Embora

(*) Um certo fluxo de poupanças entre empresas e indivíduos ocorre através dos mecanismos de venda a crédito. Infelizmente, não há elementos para analisar quantitativamente a ação desses mecanismos.

faltem dados estatísticos mais precisos, é de se supor à luz dos resultados anteriormente apresentados que as poupanças voluntárias assim mobilizadas não financiem sequer 5% da formação de capital do país.

Releva notar ainda que grande parte da flexibilidade da canalização poupança-investimentos tem sido alcançada meramente como subproduto da inflação. Com efeito, a alta geral dos preços obriga o setor privado a constituir poupanças sob a forma de incremento de meios de pagamento, incremento êsse que permite ao sistema financeiro suprir flexivelmente recursos às empresas e ao Governo para o financiamento da formação de capital.

O atual Governo situou o combate à inflação entre os principais objetivos de sua política econômico-financeira. Em princípio, a relativa estabilização dos preços poderá corrigir várias das distorções que hoje se identificam em nosso mercado de capitais. Dois problemas, todavia, devem ser levados em conta a êsse respeito. Em primeiro lugar, o Governo precisará tomar alguns cuidados para que a contenção do processo inflacionário não seja feita à custa da compressão da taxa de poupança do país; isso constitui essencialmente um problema de política salarial e de política fiscal, aliás bem equacionado pelo Programa de Ação do Governo. Em segundo lugar, o combate à inflação reduzirá o volume de poupanças constituídos sob a forma de aumentos de encaixes monetários do setor privado, e que financiam a operação flexível do sistema financeiro. Isso significa, de fato, a eliminação de uma das componentes de mobilidade do nosso mercado de capitais. É verdade que a estabilidade relativa dos preços tenderia a suprimir muitos dos atuais focos de rigidez do mercado, mas há o risco de que essa supressão leve bastante tempo para efetivar-se. Com efeito, mesmo que se estabilizem por completo os preços, nos próximos anos, não será possível impedir que os capitalistas formulem todo seu raciocínio econômico com termos de um risco de inflação futura. E, na ausência de providências compensatórias do Governo, pode ocorrer que o combate à inflação venha a extinguir o mecanismo flexível de canalização de poupanças monetárias pelo sistema financeiro, sem que se eliminem prontamente as distorções de mercado causadas pelo temor de futuras altas de preços. As principais sugestões que se apresentarão no curso do presente capítulo visam precisamente à neutralização imediata dos efeitos das expectativas inflacionárias sobre o mercado de capitais.

5.2 Providências Recentes do Atual Governo

O atual Governo, empossado em abril do corrente ano, já tomou uma série de providências legislativas no sentido de melhorar o funcionamento do mercado brasileiro de capitais. Basicamente, as medidas adotadas visam à criação de maiores atrativos para a aplicação de poupanças privadas em investimentos mobiliários públicos e particulares. Assim:

a) A Lei n.º 4 357, de 17 de julho de 1964, criou as Obrigações reajustáveis do Tesouro, cujo valor nominal será trimestralmente corrigido de acordo com os coeficientes de inflação declarados pelo Conselho Nacional de Economia, cujos prazos de resgate variarão de 3 a 20 anos, e cujos juros serão, no mínimo, de 6% ao ano sobre os valores atualizados. As obrigações em questão serão compulsoriamente subscritas pelas empresas, para a constituição de seus Fundos de Indenizações Trabalhistas (3% das folhas de pagamento), podendo também ser voluntariamente subscritas pelo público;

b) A Lei n.º 4 357 instituiu o direito de abatimento, da renda tributável das pessoas físicas, de 20% das quantias aplicadas na aquisição de títulos da dívida pública federal, de 15% das quantias aplicadas na subscrição integral em dinheiro de ações nominativas para o aumento de capital de Sociedades Anônimas, de 15% das quantias aplicadas em depósitos ou letras destinadas ao financiamento de habitações populares, e do valor integral das quantias empregadas comprovadamente em investimentos de interesse do Nordeste ou da Amazônia;

c) A Lei n.º 4 380, de 21 de agosto de 1964, instituiu a correção monetária dos contratos imobiliários de interesse social permitindo a emissão de letras reajustáveis pelo Banco Nacional de Habitação e pelas Sociedades de Crédito Imobiliário. Essas letras serão reajustadas sempre que houver aumento do salário mínimo na proporção do aumento do índice do custo de vida, e renderão juros de até 8% ao ano sobre seu valor atualizado.

Como se observa, o Governo está procurando instituir os empréstimos com cláusula móvel, a fim de tornar atrativa a aplicação voluntária de poupanças voluntárias em títulos imobiliários de longo prazo. À primeira vista pode parecer paradoxal que isso ocorra justamente numa época em que o mesmo Governo reitera seus propósitos de acabar com a inflação. O paradoxo, todavia, se desfaz quando se interpreta devidamente as expectativas dos investidores. Ainda que o Governo conseguisse estabilizar de pronto a moeda,

muitos anos seriam necessários até que os capitalistas brasileiros fôsem capazes de abstrair, nos seus cálculos, a possibilidade de uma futura alta de preços. Assim, mesmo com os preços estabilizados, seria difícil encontrar, a curto prazo, um mercado voluntário para títulos de 5 ou 10 anos de vencimento sem cláusula de reajustamento, ante o temor de uma futura repetição da experiência inflacionária. A defesa automática contra a alta de preços constitui o método de obviar êsse problema de expectativas; e nada tem de psicologicamente incompatível com o combate à inflação, já que com preços estáveis a cláusula móvel não opera.

É difícil prever a receptividade do público a êsses títulos reajustáveis criados pelas Leis n.º 4 357 e 4 380. Potencialmente êles são melhores do que quaisquer dos títulos de renda fixa ora existentes (letras de câmbio, etc.). Existem, todavia, certos problemas de confiança a serem solucionados. É preciso que o público espere que os coeficientes de inflação do Conselho Nacional de Economia traduzirão a realidade (o que não ocorria até um ano atrás, quando os índices eram visivelmente subestimados por um critério de cálculo por médias trienais). É preciso também desfazer certos temores associados ao fato de que os títulos só serão resgatados num futuro Governo, que eventualmente poderia ser tentado a mudar as regras do jôgo depois de já atraídas as poupanças do público. É obviamente difícil antever a resultante dessas duas forças opostas — as qualidades potenciais dos títulos e as desconfiânças de natureza política. Talvez o êxito final dependa, em grande parte, da habilidade com a qual o Governo fôr capaz de lançar os títulos em questão em nosso mercado de capitais.

5.3 Sugestões para o Aperfeiçoamento do Mercado Brasileiro de Capitais

Das atuais lacunas do mercado brasileiro de capitais a que mais urge preencher é a dos Bancos Privados de Investimento. Como assinalamos anteriormente, a conjugação da inflação com a lei da usura e com a proibição genérica de cláusula móvel reduziu a oferta de crédito a longo prazo à categoria de benesse governamental acessível apenas a umas poucas empresas privilegiadas. Isso tem acarretado consideráveis dificuldades ao reequipamento do parque industrial do país e, em particular, tem tolhido o desenvolvimento das indústrias produtoras de bens de capital. É indispensável criar as condições necessárias ao desenvolvimento de uma rede pri-

vada de Bancos de Investimentos, a fim de desafogar o BNDE da sobrecarga de pedidos que sôbre êle incidem.

De nenhum modo essa rêde privada deverá considerar-se substitutiva do BNDE, mas simplesmente como o complemento necessário para equilibrar a oferta e procura de crédito a longo prazo.

A solução natural consiste em remover as atuais dificuldades institucionais pela aprovação de uma lei que permita o funcionamento de Bancos Privados de Investimento, dentro das seguintes linhas gerais:

a) seria permitida a criação de Bancos de Investimento, devidamente fiscalizados pela SUMOC, e cujas cartas-patentes seriam concedidas, observadas as condições usuais exigidas dos Bancos Comerciais, das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimentos (um certo capital mínimo, depósito prévio de pelo menos 50% dêsse capital, etc.);

b) os Bancos em questão deveriam submeter-se a limites de operação em função do capital e a padrões de diversificação dos empréstimos, em condições análogas às exigidas das Sociedades de Crédito e Financiamento;

c) os Bancos de Investimentos teriam o direito de financiar com cláusula móvel a aquisição de bens de capital (preferencialmente de produção nacional), a correção monetária se processando de acôrdo com índices de preços convencionados pelas partes;

d) em contrapartida das operações de empréstimos acima referidos, os Bancos de Investimentos teriam o direito de aceitar letras de câmbio reajustáveis, desde que de prazo superior a um ano; a correspondência entre empréstimos e letras se processaria de forma a tornar as operações auto-liquidáveis, tal como ocorre com as Sociedades de Crédito e Financiamento;

e) os Bancos Privados de Investimentos não teriam acesso nem à Carteira de Redescontos nem à Caixa de Mobilização Bancária.

É de se notar que as letras de câmbio em questão, por serem aceitas por empresas privadas, não esbarrariam com as mesmas suspeições de ordem política que talvez venham a cercar os títulos públicos reajustáveis. Seria conveniente, também, para fortalecer a confiança do público, que se deixasse na lei uma certa flexibilidade quanto à escolha do índice de correção monetária (muitos capitalistas prefeririam os índices da Fundação Getúlio Vargas aos do Conselho Nacional de Economia).

Do lado do mercado de ações há também várias providências a serem tomadas. A principal provavelmente se refere ao lançamento

de novas ações ao público. Conforme assinalamos anteriormente, vários dos lançamentos por Sociedades de Investimentos foram mal sucedidos, as ações sendo por elas vendidas com altos ágios, para cobrir os custos de colocação, e alguns meses depois sendo negociadas nas Bólsas bem abaixo do par. Seria importante controlar as operações das Sociedades em questão de modo a obrigá-las a, paralelamente aos lançamentos, criar um mercado de revenda para as ações. A ADECIF (Associação dos Diretores de Empresas de Crédito, Investimentos e Financiamentos) preparou um plano interessante de criação de um "pool de underwriting". Esse "pool" seria responsável pela idoneidade dos lançamentos e se encarregaria, durante um certo tempo complementar, de sustentar um mercado de revenda nas Bólsas de Valores para as ações lançadas.

Importante também seria a redução dos ônus fiscais que hoje incidem sobre os dividendos de ações ao portador. Hoje esses ônus se elevam (*), incluindo adicionais e empréstimos compulsórios, de nada menos do que 84%, e, em 1965, mesmo com as reduções de encargos previstos, deverá situar-se em torno de 60%. Por mais antipatia que o anonimato possa merecer do ponto de vista ético ou do ponto de vista fiscal, cumpre reconhecer que êle é um poderoso instrumento de estímulo ao mercado de capitais num país politicamente ainda não sedimentado. E, sobretudo, que a alternativa à preservação do anonimato pode ser a exportação de poupança para o exterior.

Também os mecanismos da Bólsa de Valores merecem ser aprimorados. O mercado de revenda de títulos é hoje sensível a inúmeras formas de manipulação e de distorção que seria útil evitar.

Por último, uma revisão da Lei de Sociedades Anônimas, dando melhores garantias aos grupos minoritários de acionistas, poderia incentivar consideravelmente a mobilização de poupanças privadas. Pela legislação vigente, qualquer grupo que congregue mais da metade do capital votante de uma empresa elege toda sua Diretoria cabendo à minoria, quando muito, o direito de eleger um membro do Conselho Fiscal. A obrigatoriedade de representação de grupos minoritários (***) na Diretoria teria a vantagem de tornar mais democrática as Sociedades Anônimas Brasileiras, aliviando a sua tendência à concentração familiar.

(*) No caso de não identificação do beneficiário.

(**) Por exemplo, um grupo de acionistas com 20% do capital votante teria o direito de eleger um Diretor.

**Projeto de
lei do
mercado de capitais**

**Encaminhado ao Congresso
através de Mensagem s/n
em 22 de abril de 1965.**

PROJETO DE LEI N.º 2 732

– Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.

SEÇÃO I

Atribuições dos órgãos administrativos

Art. 1.º — Os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil.

Art. 2.º — O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:

I — facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;

II — proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários;

III — evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;

IV — assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam profissionalmente funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;

V — disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários;

VI — Regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.

Art. 3.º — Compete ao Banco Central:

I — autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das bolsas de valores;

II — autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das sociedades corretoras membros das bolsas de valores (arts. 8.º e 9.º) e das sociedades de investimento;

III — autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das instituições financeiras, sociedades ou firmas individuais que tenham por objeto a subscrição para revenda e a distribuição de títulos ou valores mobiliários;

IV — manter registro e fiscalizar as operações das sociedades e firmas individuais que exerçam as atividades de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários;

V — registrar títulos e valores mobiliários para efeito de sua negociação nas bolsas de valores;

VI — registrar as emissões de títulos ou valores mobiliários a serem distribuídos no mercado de capitais;

VII — fiscalizar a observância, pelas sociedades emissoras de títulos ou valores mobiliários negociados na bolsa, das disposições legais e regulamentares relativas a:

- a) publicidade da situação econômica e financeira da sociedade, sua administração e aplicação dos seus resultados;
- b) proteção dos interesses dos portadores de títulos e valores mobiliários distribuídos nos mercados financeiro e de capitais.

VIII — fiscalizar a observância das normas legais e regulamentares relativas à emissão, ao lançamento, à subscrição e à distribuição de títulos ou valores mobiliários colocados no mercado de capitais;

IX — manter e divulgar as estatísticas relativas ao mercado de capitais, em coordenação com o sistema estatístico nacional.

Art. 4.º — No exercício de suas atribuições, o Banco Central poderá examinar os livros e documentos das instituições financeiras,

sociedades, emprêsas e pessoas referidas no artigo anterior, as quais serão obrigadas a prestar as informações e os esclarecimentos solicitados pelo Banco Central.

§ 1.º — Nenhuma sanção será imposta pelo Banco Central sem antes ter assinado prazo ao interessado para se manifestar.

§ 2.º — Quando, no exercício das suas atribuições, o Banco Central tomar conhecimento de crime definido em lei como de ação pública, oficiará ao Ministério Público para a instalação de inquérito policial.

§ 3.º — Os pedidos de registro submetidos ao Banco Central nos termos dos arts. 19 e 20 desta lei consideram-se deferidos dentro de 30 dias da sua apresentação, se nesse prazo não forem indeferidos.

§ 4.º — A fluência do prazo referido no parágrafo anterior poderá ser interrompida uma única vez, se o Banco Central pedir informações ou documentos suplementares, em cumprimento das normas legais ou regulamentares em vigor.

§ 5.º — Ressalvado o disposto no § 3.º, o Conselho Monetário Nacional fixará os prazos em que o Banco Central deverá processar os pedidos de autorização, registro ou aprovação previstos nesta lei.

§ 6.º — O Banco Central fará aplicar aos infratores do disposto na presente lei as penalidades previstas no capítulo V da Lei número 4 595, de 31 de dezembro de 1964.

SEÇÃO II

Sistema de distribuição no mercado de capitais

Art. 5.º — O sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais será constituído:

I — das bôlsas de valores e das sociedades corretoras que sejam seus membros;

II — das instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais;

III — das sociedades ou emprêsas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar nos termos do art. 11;

IV — das sociedades ou emprêsas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, e que estejam registradas nos termos do art. 12.

Art. 6.º — As bôlsas de valores terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, e operarão sob a supervisão do Banco Central de acôrdo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional.

Art. 7.º — Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas na constituição, organização e funcionamento das bôlsas de valores, e relativas a:

I — condições de constituição e extinção; forma jurídica; órgãos de administração e seu preenchimento; exercício de poder disciplinar sôbre os membros da bôlsa, imposição de penas e condições de exclusão;

II — número de sociedades corretoras membros da bôlsa, requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores;

III — espécies de operações admitidas nas bôlsas; normas, métodos e práticas a serem observados nessas operações; responsabilidade das sociedades corretoras nas operações;

IV — emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas bôlsas ou seus membros; administração financeira das bôlsas;

V — normas destinadas a evitar ou reprimir manipulações de preços e operações fraudulentas; condições a serem observadas nas operações autorizadas de sustentação de preços;

VI — registro das operações a ser mantido pelas bôlsas e seus membros; dados estatísticos a serem apurados pelas bôlsas e fornecidos ao Banco Central;

VII — fiscalização do cumprimento de obrigações legais pelas sociedades cujos títulos sejam negociados na bôlsa;

VIII — percentagem mínima do preço dos títulos negociados a termo que deverá ser obrigatoriamente liquidada à vista;

IX — crédito para aquisição de títulos e valores mobiliários no mercado de capitais.

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

§ 1.º — Exceto na matéria prevista no inciso VIII, as normas a que se refere este artigo somente poderão ser aprovadas pelo Conselho Monetário Nacional depois de publicadas para receber sugestões durante 30 dias.

§ 2.º — As sugestões referidas no parágrafo anterior serão feitas por escrito, por intermédio do Banco Central.

Art. 8.º — A intermediação dos negócios nas bolsas de valores será exercida exclusivamente por sociedades corretoras membros da bolsa, cujo capital mínimo será fixado pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 1.º — A participação societária conjunta dos administradores das sociedades corretoras não poderá ser inferior à metade do capital votante.

§ 2.º — As sociedades referidas neste artigo somente poderão funcionar depois de autorizadas pelo Banco Central, e a investidura dos seus dirigentes estará sujeita às condições legais vigentes para os administradores de instituições financeiras.

§ 3.º — Nas condições fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, a sociedade corretora poderá ser membro de mais de uma bolsa de valores.

§ 4.º — Os administradores das sociedades corretoras não poderão exercer qualquer cargo administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo em outras empresas cujos títulos ou valores mobiliários sejam negociados em bolsa.

§ 5.º — As sociedades referidas neste artigo, ainda que não revistam a forma anônima, são obrigadas a observar as normas de que trata o art. 20, parágrafo único, alíneas *a* e *b*.

Art. 9.º — O Conselho Monetário Nacional fixará as normas gerais a serem observadas em matéria de organização, disciplina e fiscalização das atribuições e atividades das sociedades corretoras membros das bolsas e dos corretores de câmbio.

§ 1.º — É facultativa a intervenção de corretores nas operações de câmbio e negociação das respectivas letras quando realizadas fora da Bolsa.

§ 2.º — Para efeito da fixação do curso do câmbio, todas as operações serão obrigatoriamente comunicadas às bolsas, exceto aquelas de que participe o Banco Central da República do Brasil.

§ 3.º — Excepcionalmente, aos atuais corretores inscritos nas bolsas de valores e membros de sociedades corretoras será permitido o exercício simultâneo da profissão de corretor de câmbio.

§ 4.º — O Conselho Monetário Nacional fixará o prazo de até um ano, prorrogável, a seu critério, por mais um ano, para que as bolsas de valores existentes e os atuais corretores de fundos públicos se adaptem aos dispositivos desta lei.

Art. 10 — Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas no exercício das atividades de subscrição para revenda, distribuição, ou intermediação na colocação, no mercado, de títulos ou valores mobiliários, e relativas a:

I — capital mínimo das sociedades que tenham por objeto a subscrição para revenda e a distribuição de títulos no mercado;

II — condições do registro das sociedades ou firmas individuais que tenham por objeto atividades de intermediação na distribuição de títulos no mercado;

III — condições de idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica a que deverão satisfazer os administradores ou responsáveis pelas sociedades ou firmas individuais referidas nos incisos anteriores;

IV — procedimento administrativo de autorização para funcionar das sociedades referidas no inciso I e do registro das sociedades e firmas individuais referidas no inciso II.

V — espécies de operações das sociedades referidas nos incisos anteriores; normas, métodos e práticas a serem observadas nessas operações;

VI — comissões, ágios, descontos ou quaisquer outros custos cobrados pelas sociedades e empresas referidas nos incisos anteriores;

VII — normas destinadas a evitar manipulações de preço e operações fraudulentas;

VIII — registro das operações a serem mantidas pelas sociedades e empresas referidas nos incisos anteriores, e dados estatísticos a serem apurados e fornecidos ao Banco Central;

IX — condições de pagamento dos títulos negociados.

Art. 11 — Depende de prévia autorização do Banco Central o funcionamento de sociedades ou firmas individuais que tenham por

objeto a subscrição para revenda e a distribuição no mercado de títulos ou valores mobiliários.

Parágrafo único — Depende igualmente de aprovação pelo Banco Central:

- a) a modificação de contratos ou estatutos sociais das sociedades referidas neste artigo;
- b) a investidura de administradores, responsáveis ou prepostos das sociedades e empresas referidas neste artigo.

Art. 12 — Depende de prévio registro no Banco Central o funcionamento de sociedades que tenham por objeto qualquer atividade de intermediação na distribuição, ou colocação no mercado, de títulos ou valores mobiliários.

Art. 13 — A autorização para funcionar e o registro referidos nos artigos 11 e 12 anteriores observarão o disposto no § 1.º do art. 10 da Lei n.º 4 595, de 31-12-64, e somente poderão ser cassados nos casos previstos em normas gerais aprovadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Art. 14 — Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas nas operações das instituições financeiras autorizadas a operar em aceite ou coobrigação em títulos cambiais a serem distribuídos no mercado, e relativas a:

I — capital mínimo;

II — limites de riscos, prazo mínimo e máximo dos títulos, espécie das garantias recebidas; relação entre o valor das garantias e o valor dos títulos objeto do aceite ou coobrigação;

III — disciplina ou proibição de redesconto de papéis;

IV — fiscalização das operações pelo Banco Central;

V — organização e funcionamento de consórcios (art. 15).

Art. 15 — As instituições financeiras autorizadas a operar no mercado financeiro e de capitais poderão organizar consórcio para o fim especial de colocar títulos ou valores mobiliários no mercado.

§ 1.º — Quando o consórcio tiver por objetivo aceite ou coobrigação em títulos cambiais a responsabilidade poderá ser distribuída entre os membros do consórcio.

§ 2.º — O consórcio será regulado por contrato que só entrará em vigor depois de registrado no Banco Central e do qual cons-

tarão, obrigatoriamente, as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante, a designação da instituição líder do consórcio e a outorga, a esta, de poderes de representação das demais participantes.

§ 3.º — A responsabilidade de cada uma das instituições participantes do consórcio formado nos termos deste artigo será limitada ao montante do risco que assumir no instrumento de contrato de que trata o parágrafo anterior.

§ 4.º — Os contratos previstos no presente artigo são isentos do imposto do selo.

SEÇÃO III

Acesso aos mercados financeiro e de capitais

Art. 16 — As emissões de títulos ou valores mobiliários somente poderão ser feitas nos mercados financeiro e de capitais através do sistema de distribuição previsto no artigo 5.º.

§ 1.º — Para os efeitos deste artigo considera-se emissão a oferta ou negociação de títulos ou valores mobiliários:

- a) pela sociedade emissora ou coobrigada;
- b) por sociedades ou empresas que exerçam habitualmente as atividades de subscrição, distribuição ou intermediação na colocação no mercado de títulos ou valores mobiliários;
- c) pela pessoa natural ou jurídica que mantém o controle da sociedade emissora dos títulos ou valores mobiliários oferecidos ou negociados.

§ 2.º — Entende-se por colocação ou distribuição de títulos ou valores mobiliários nos mercados financeiro e de capitais a negociação, oferta ou aceitação de oferta para negociação:

- a) mediante qualquer modalidade de oferta pública;
- b) mediante a utilização de serviços públicos de comunicação;

- c) em lojas, escritórios ou quaisquer outros estabelecimentos acessíveis ao público;
- d) através de corretores ou intermediários que procurem tomadores para os títulos.

§ 3.º — As sociedades que infringirem o disposto neste artigo ficarão sujeitas à cessação imediata de suas atividades de colocação de títulos ou valores mobiliários no mercado, mediante intimação do Banco Central, que requisitará, se necessário, a intervenção da autoridade policial.

Art. 17 — Os títulos cambiais deverão ter a coobrigação de instituição financeira para sua colocação no mercado, salvo os casos regulamentados pelo Conselho Monetário Nacional em caráter geral e de modo a assegurar garantia adequada aos que os adquirirem.

§ 1.º — As empresas que, a partir da publicação desta lei, colocarem papéis no mercado de capitais em desobediência ao disposto neste Capítulo não terão acesso aos bancos oficiais e os títulos de sua emissão ou aceite não terão curso na Carteira de Redescontos, ressalvado o disposto no parágrafo seguinte.

§ 2.º — As empresas que, na data da publicação desta lei, tiverem em circulação títulos cambiais com sua responsabilidade em condições proibidas por esta lei, poderão ser autorizadas pelo Banco Central a continuar a colocação com a redução gradativa do total dos papéis em circulação, desde que dentro de trinta dias o requeram, com a indicação do valor total dos títulos em circulação e apresentação da proposta de sua liquidação no prazo de até seis meses, prorrogável, pelo Banco Central, no caso de comprovada necessidade.

§ 3.º — As empresas que utilizarem a faculdade indicada no parágrafo anterior poderão realizar assembleia-geral ou alterar seus contratos sociais, no prazo de 60 (sessenta) dias da vigência desta lei, de modo a assegurar opção aos tomadores para converter seus créditos em ações ou cotas de capital da empresa devedora, opção válida até a data do vencimento dos respectivos títulos.

Art. 18 — Estão isentas do imposto de selo quaisquer conversões, livremente pactuadas, em ações ou cotas do capital das empresas obrigadas em títulos de dívida em circulação na data da presente lei, sem a coobrigação de instituições financeiras, concretizadas no prazo de 180 dias da vigência desta lei.

Art. 19 — Sòmente poderão ser negociados nas bõlsas de valõres os títulos ou valõres mobiliários de emissão:

I — de pessoas jurídicas de direito público;

II — de pessoas jurídicas de direito privado registradas no Banco Central.

Parágrafo único — O disposto neste artigo não se aplica aos títulos cambiais colocados no mercado de acõrdo com o art. 17.

Art. 20 — Compete ao Conselho Monetário Nacional expedir normas gerais sòbre o registro referido no inciso II do artigo anterior, e relativas a:

I — informações e documentos a serem apresentados para obtenção do registro inicial;

II — informações e documentos a serem apresentados, periòdica-mente, para a manutenção do registro;

III — casos em que o Banco Central poderá recusar, suspender ou cancelar o registro.

§ 1.º — Caberá ainda ao Conselho Monetário Nacional expedir normas a serem observadas pelas pessoas jurídicas referidas neste artigo, e relativas a:

- a) natureza, detalhe e periodicidade da publicação de informações sòbre a situação econômica e financeira da pessoa jurídica, suas operações, administração e acionistas que controlam a maioria do seu capital votante;
- b) organização do balanço e das demonstrações de resultado; padrões de organização contábil, relatórios e pareceres de auditores independentes registrados no Banco Central;
- c) manutenção de mandatários para a prática dos atos relativos ao registro de ações e obrigações nominativas, ou nominativas endossáveis.

§ 2.º — As normas referidas neste artigo não poderão ser aprovadas antes de decorridos 30 dias da sua publicação para receber sugestões.

Art. 21 — Nenhuma emissão de títulos ou valõres mobiliários poderá ser lançada, oferecida públicamente, ou ter iniciada a sua distribuição no mercado, sem estar registrada no Banco Central.

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

§ 1.º — Caberá ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas gerais relativas às informações que deverão ser prestadas no pedido de registro previsto neste artigo, em matéria de:

- a) pessoa jurídica emitente ou coobrigada, sua situação econômica e financeira, administração e acionistas que controlam a maioria de seu capital votante;
- b) características e condições dos títulos ou valores mobiliários a serem distribuídos;
- c) pessoas que participarão da distribuição.

§ 2.º — O pedido de registro será acompanhado dos prospectos e quaisquer outros documentos a serem publicados, ou distribuídos, para oferta, anúncio ou promoção do lançamento da emissão.

§ 3.º — O Banco Central poderá suspender ou proibir a distribuição de títulos ou valores:

- a) cuja oferta, lançamento, promoção ou anúncio esteja sendo feito em condições diversas das constantes do registro da emissão, ou com a divulgação de informações falsas;
- b) cuja emissão tenha sido julgada ilegal ou fraudulenta, ainda que em data posterior ao respectivo registro.

§ 4.º — O disposto neste artigo não se aplica aos títulos cambiais colocados no mercado com a coobrigação de instituições financeiras.

SEÇÃO IV

Acesso de empresas de capital estrangeiro ao sistema financeiro nacional

Art. 22 — Em períodos de desequilíbrio do balanço de pagamentos, reconhecidos pelo Conselho Monetário Nacional, o Banco Central, ao adotar medidas de contenção do crédito, poderá limitar o recurso ao sistema financeiro do país no caso das empresas que tenham acesso ao mercado financeiro internacional.

§ 1.º — Para os efeitos deste artigo considera-se que têm acesso ao mercado financeiro internacional:

- a) filiais de empresas estrangeiras;

- b) empresas com sede no país, cujo capital pertença integralmente a residentes ou domiciliados no exterior;
- c) sociedades com sede no país controladas por pessoas residentes ou domiciliadas no exterior.

§ 2.º — Considera-se empresa controlada por pessoas residentes ou domiciliadas no exterior quando estas detenham direta ou indiretamente a maioria do capital com direito a voto.

Art. 23 — O limite de acesso ao sistema financeiro referido no art. 22 não poderá ser inferior a:

- a) 150% dos recursos próprios pertencentes a residentes ou domiciliados no exterior;
- b) 250% dos recursos próprios pertencentes a residentes ou domiciliados no país.

§ 1.º — O limite previsto no presente artigo será apurado pela média mensal em cada exercício social da empresa.

§ 2.º — Para efeitos deste artigo, os recursos próprios compreendem:

- a) o capital declarado para a filial, ou o capital da empresa com sede no país;
- b) o resultado das correções monetárias de ativo fixo ou de manutenção de capital de giro próprio;
- c) os saldos credores de acionistas, matriz ou empresas associadas, sempre que não vencerem juros e tiverem a natureza de capital adicional, avaliados, em moeda estrangeira, à taxa de câmbio em vigor para a amortização de empréstimos externos;
- d) as reservas e os lucros suspensos ou pendentes.

§ 3.º — As reservas referidas na alínea d do parágrafo anterior compreendem as facultativas ou obrigatoriamente formadas com lucros acumulados, excluídas as contas passivas de regularização do ativo, tais como depreciação, amortização ou exaustão, e as provisões para quaisquer riscos, inclusive contas de liquidação duvidosa e técnicas de seguro e capitalização.

§ 4.º — O sistema financeiro nacional, para os efeitos deste artigo, compreende o mercado de capitais e todas as instituições financeiras, públicas ou privadas, com sede ou autorizadas a funcionar no país.

§ 5.º — O saldo devedor da empresa no sistema financeiro corresponderá à soma de todos os empréstimos desse sistema, seja qual for a forma do contrato, inclusive aberturas de créditos e emissão ou desconto de efeitos comerciais, títulos cambiais ou debêntures, não computados os seguintes valores:

- a) empréstimos realizados nos termos da Lei n.º 2300, de 23 de agosto de 1954;
- b) empréstimos sob a forma de debêntures conversíveis em ações;
- c) depósitos em moeda em instituições financeiras;
- d) créditos contra quaisquer pessoas de direito público interno, autarquias federais e sociedades de economia mista controladas pelos Governos Federal, estaduais ou municipais;
- e) adiantamentos sobre a venda de câmbio resultante de exportações.

§ 6.º — O disposto neste artigo e no artigo seguinte não se aplica às instituições financeiras, cujos limites serão fixados de acordo com a Lei n.º 4595, de 31-12-1964.

Art. 24 — Dentro de quatro meses do encerramento de cada exercício social seguinte ao da decisão prevista no art. 22, as empresas referidas no art. 23 apresentarão ao Banco Central quadro demonstrativo da observância, no exercício encerrado, dos limites de dívidas no sistema financeiro nacional.

Parágrafo único — A empresa que deixar de observar, em algum exercício social, o limite previsto no artigo 23, ficará sujeita a multa, imposta pelo Banco Central, de até 30% do excesso da dívida no sistema financeiro nacional, multa que será duplicada no caso de reincidência.

Art. 25 — O Banco Central, ao aplicar a norma prevista no art. 22, fixará as condições seguintes:

I — Se a média mensal das dívidas da empresa no sistema financeiro nacional, durante os doze meses anteriores, não tiver excedido os limites previstos no art. 23, esses limites serão obrigatórios inclusive para o exercício social em curso;

II — Se a média mensal das dívidas da empresa no sistema financeiro nacional durante os doze meses anteriores tiver excedido

os limites previstos no art. 23, a empresa deverá aumentar os recursos próprios ou reduzir progressivamente o total das suas dívidas no sistema financeiro nacional, de modo a alcançar os limites do art. 23, no prazo máximo de dois anos a contar da data da resolução do Banco Central.

SEÇÃO V

Obrigações com cláusula de correção monetária

Art. 26 — As sociedades por ações poderão emitir debêntures, ou obrigações ao portador ou nominativas endossáveis, com cláusula de correção monetária, desde que observadas as seguintes condições:

I — prazo de vencimento igual ou superior a um ano;

II — correção efetuada em períodos não inferiores a três meses, segundo os coeficientes aprovados pelo Conselho Nacional de Economia para a correção dos créditos fiscais;

III — subscrição por instituições financeiras especialmente autorizadas pelo Banco Central, ou colocação no mercado de capitais com a intermediação dessas instituições.

§ 1.º — A emissão de debêntures nos termos deste artigo terá por limite máximo a importância do patrimônio líquido da companhia, apurado nos termos fixados pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 2.º — O Conselho Monetário Nacional expedirá, para cada tipo de atividade, normas relativas a:

- a) limite da emissão de debêntures, observado o máximo estabelecido no parágrafo anterior;
- b) análise técnica e econômico-financeira da empresa emissora e do projeto a ser financiado como os recursos da emissão, que deverá ser procedida pela instituição financeira que subscrever ou colocar a emissão;
- c) coeficientes ou índices mínimos de rentabilidade, solvabilidade ou liquidez a que deverá satisfazer a empresa emissora;

d) sustentação das debêntures no mercado pelas instituições financeiras que participem da colocação.

§ 3.º — As diferenças nominais resultantes da correção do principal das debêntures emitidas nos termos dêste artigo não constituem rendimento tributável para efeitos do impôsto de renda, nem obrigarão à complementação do impôsto de sêlo pago na emissão das debêntures.

§ 4.º — Será assegurado às instituições financeiras intermediárias no lançamento das debêntures a que se refere êste artigo, enquanto obrigadas à sustentação prevista na alínea *d* do § 2.º, o direito de indicar um representante como membro do Conselho Fiscal da empresa emissora, até o final resgate de tôdas as obrigações emitidas.

§ 5.º — A instituição financeira intermediária na colocação representa os portadores de debêntures ausentes das assembléias de debenturistas.

Art. 27 — As sociedades de fins econômicos poderão sacar, emitir ou aceitar letras de câmbio ou notas promissórias cujo principal fique sujeito à correção monetária, desde que observadas as seguintes condições:

I — prazo de vencimento igual ou superior a um ano, e dentro do limite máximo fixado pelo Conselho Monetário Nacional;

II — correção segundo os coeficientes aprovados pelo Conselho Nacional de Economia para a correção atribuída às obrigações do Tesouro;

III — sejam destinadas à colocação no mercado de capitais com o aceite ou coobrigação de instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central.

§ 1.º — O disposto no art. 26, § 3.º, aplica-se à correção monetária dos títulos referidos neste artigo.

§ 2.º — As letras de câmbio e as promissórias a que se refere êste artigo deverão conter, no seu contexto, a cláusula de correção monetária.

Art. 28 — Os bancos que satisfizerem às condições gerais fixadas pelo Banco Central para êsse tipo de operações, poderão assegurar a correção monetária a depósitos a prazo fixo, não movimentáveis por cheque e com prazo superior a um ano.

§ 1.º — Observadas as normas aprovadas pelo Conselho Monetário Nacional, os Bancos a que se refere êste artigo poderão contratar empréstimos com as mesmas condições de correção, desde que:

- a) tenham prazo mínimo de um ano;
- b) o total dos empréstimos corrigidos não exceda o montante dos depósitos corrigidos referidos neste artigo;
- c) o total da remuneração do banco, nessas transações, não exceda os limites fixados pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 2.º — Os depósitos e empréstimos referidos neste artigo não poderão ser corrigidos além dos coeficientes fixados pelo Conselho Nacional de Economia para a correção das Obrigações do Tesouro.

§ 3.º — As diferenças nominais resultantes da correção, nos termos dêste artigo, do principal de depósito, não constituem rendimento tributável para os efeitos do imposto de renda.

Art. 29 — Compete ao Banco Central autorizar a constituição de bancos de investimento de natureza privada, cujas operações e condições de funcionamento serão reguladas pelo Conselho Monetário Nacional, prevendo:

I — o capital mínimo;

II — a proibição de receber depósitos à vista ou movimentáveis por cheque;

III — a permissão para receber depósitos a prazo não inferior a um ano, não movimentáveis por cheque e com cláusula de correção monetária de seu valor;

IV — a permissão para conceder empréstimos a prazo não inferior a um ano, com cláusula de correção monetária;

V — os juros e taxas máximas admitidos nas operações indicadas nos incisos III e IV;

VI — as condições operacionais, de modo geral, inclusive garantias exigíveis, montantes e prazos máximos.

§ 1.º — O Conselho Monetário Nacional fixará ainda as normas a serem observadas pelos bancos de investimento e relativas a:

- a) espécies de operações ativas e passivas;

- b) análise econômico-financeira e técnica do mutuário e do projeto a ser financiado; coeficientes ou índices mínimos de rentabilidade, solvabilidade e liquidez a que deverá satisfazer o mutuário;
- c) condições de diversificação de riscos.

§ 2.º — Os bancos de investimento adotarão em suas operações ativas e passivas sujeitas à correção monetária as mesmas regras ditadas no artigo 28.

§ 3.º — Os bancos de que trata este artigo ficarão sujeitos à disciplina ditada pela lei n.º 4 595, de 31-12-64, para as instituições financeiras privadas.

Art. 30 — Os bancos referidos no artigo anterior poderão emitir em favor dos respectivos depositantes certificados de depósito bancário, dos quais constarão:

- I — o local e a data da emissão;
- II — o nome do banco emitente e as assinaturas dos seus representantes;
- III — a denominação “certificado de depósito bancário”;
- IV — a indicação da importância depositada e a data da sua exigibilidade;
- V — o nome e a qualificação do depositante;
- VI — a taxa de juros convencionada e a época do seu pagamento;
- VII — o lugar do pagamento do depósito e dos juros;
- VIII — a cláusula de correção monetária, se fôr o caso.

§ 1.º — O certificado de depósito bancário é promessa de pagamento à ordem da importância do depósito, acrescida do valor da correção, e dos juros convencionados.

§ 2.º — Os certificados de depósito bancário podem ser transferidos mediante endosso datado e assinado pelo seu titular, ou por mandatário especial, com a indicação do nome e qualificação do endossatário.

§ 3.º — Emitido pelo banco o certificado de depósito bancário, o crédito contra o banco emissor, pelo principal e pelos juros, não poderá ser objeto de penhora, arresto, seqüestro, busca ou apreensão, ou qualquer outro embaraço que impeça o pagamento da

importância depositada e dos seus juros ao titular do certificado de depósito bancário, mas este poderá ser penhorado por obrigação do seu titular.

§ 4.º — O endossante do certificado de depósito bancário responde pela existência do crédito, mas não pelo seu pagamento.

§ 5.º — Aplicam-se ao certificado de depósito bancário, no que couber, as disposições legais relativas à nota promissória.

§ 6.º — O pagamento dos juros relativos aos depósitos em relação aos quais tenha sido emitido o certificado previsto neste artigo somente poderá ser feito mediante anotação no próprio certificado e recibo do seu titular à época do pagamento dos juros.

§ 7.º — Os depósitos previstos neste artigo não poderão ser prorrogados, mas poderão, quando de seu vencimento, ser renovados, havendo comum ajuste, mediante contratação nova e por prazo não inferior a um ano.

SEÇÃO VI

Ações e obrigações endossáveis

Art. 31 — As ações de sociedades anônimas, além das formas nominativas e ao portador, poderão ser endossáveis.

§ 1.º — As sociedades por ações, além do “Livro de Registro de Ações Nominativas” deverão ter o “Livro de Registro de Ações Endossáveis”.

§ 2.º — No Livro de Registro de Ações Endossáveis será inscrita a propriedade das ações endossáveis e averbadas as transferências de propriedade e os direitos sobre elas constituídos.

Art. 32 — O certificado de ação endossável conterà, além dos demais requisitos da lei:

I — a declaração de sua transferibilidade mediante endosso;

II — o nome e a qualificação do proprietário da ação inscrita no Livro de Registro das Ações Endossáveis;

III — se a ação não estiver integralizada, o débito do acionista e a época e lugar do seu pagamento, de acôrdo com os estatutos ou as condições da subscrição.

Art. 33 — A transferência das ações endossáveis opera-se:

I — pela averbação do nome do adquirente no livro de registro e no próprio certificado, efetuada pela sociedade emitente, ou pela emissão de novo certificado em nome do adquirente;

II — no caso de ação integralizada, mediante endosso no próprio certificado, datado e assinado pelo proprietário da ação, ou por mandatário especial, com a indicação do nome e qualificação do endossatário;

III — no caso de ação não integralizada, mediante endosso nas condições do inciso anterior e a assinatura do endossatário no próprio certificado.

§ 1.º — Aquêles que pedir a averbação da ação endossável em favor de terceiro, ou a emissão de novo certificado em nome de terceiro, deverá provar perante a sociedade emitente sua identidade e o poder de dispor da ação.

§ 2.º — O adquirente que pedir a averbação da transferência ou a emissão de novo certificado em seu nome deve apresentar à sociedade emitente o instrumento de aquisição, que será por esta arquivado.

§ 3.º — Se a ação não estiver integralizada, a sociedade somente procederá à averbação da transferência para terceiro, ou a emissão de novo certificado em nome de terceiro, se o adquirente assinar o certificado averbado ou cancelado.

§ 4.º — A transferência mediante endosso não terá eficácia perante a sociedade emitente enquanto não for feita a averbação no livro de registro e no próprio certificado, mas o endossatário que demonstrar ser possuidor do título com base em série contínua de endossos, tem direito a obter a averbação da transferência ou a emissão de novo certificado em seu nome, ou no nome que indicar.

§ 5.º — O adquirente da ação não integralizada responde pela sua integralização.

§ 6.º — Aquêles que transferirem ação endossável antes de sua integralização responderão subsidiariamente pelo pagamento devido à sociedade, se esta não conseguir receber o seu crédito em ação executiva contra o proprietário da ação ou mediante a venda da ação.

Art. 34 — Os direitos constituídos sobre ações endossáveis somente produzem efeitos perante a sociedade emitente e terceiros depois de anotada a sua constituição no Livro de Registro.

Parágrafo único — As ações endossáveis poderão, entretanto, ser dadas em penhor ou caução mediante endosso com a expressa indicação dessa finalidade, e, a requerimento do credor pignoratício ou do proprietário da ação, a sociedade emitente averbará o penhor no Livro de Registro.

Art. 35 — A sociedade emitente fiscalizará, por ocasião da averbação ou emissão do novo certificado, a regularidade das transferências e dos direitos constituídos sobre a ação.

§ 1.º — As dúvidas suscitadas entre a sociedade emitente e o titular da ação, ou qualquer interessado, a respeito das emissões ou averbações previstas nos artigos anteriores serão dirimidas pelo juiz competente para solucionar as dúvidas levantadas pelos oficiais dos registros públicos, excetuadas as questões atinentes à substância do direito.

§ 2.º — A autenticidade do endosso não poderá ser posta em dúvida pela sociedade emitente da ação, quando atestada por sociedade corretora membro de bolsa de valores.

§ 3.º — Nas transferências feitas por procurador ou representante legal do cedente, a sociedade emitente fiscalizará a regularidade da representação e arquivará o respectivo instrumento.

Art. 36 — No caso de perda ou extravio do certificado das ações endossáveis cabe ao respectivo titular, ou a seus sucessores, a ação de recuperação prevista nos artigos 336 e 341 do Código do Processo Civil, para obter a expedição de novo certificado em substituição ao extraviado.

Parágrafo único — Até que os certificados sejam recuperados ou substituídos, as transferências serão averbadas sob condição, e a sociedade emitente poderá exigir do titular ou cessionário, para o pagamento dos dividendos, garantia de sua eventual restituição, mediante fiança idônea.

Art. 37 — A sociedade anônima somente poderá pagar dividendos, bonificações, amortizações, reembolso ou resgate às ações endossáveis contra recibo da pessoa registrada como proprietária da ação no Livro de Registro das Ações Endossáveis.

§ 1.º — Se a ação tiver sido transferida desde a época do último pagamento de dividendo, bonificação ou amortização, a transferência deverá ser obrigatoriamente averbada no Livro de Registro e no certificado da ação antes do novo pagamento.

§ 2.º — O recibo do dividendo, bonificação, amortização, reembolso ou resgate poderá ser assinado por sociedade corretora de bolsa de valores, ou instituição financeira que tenha o título em custódia, depósito ou penhor, e que certifique continuar o mesmo de propriedade da pessoa em cujo nome se acha inscrito ou averbado no Livro de Registro das Ações Endossáveis.

Art. 38 — O certificado, ação ou respectiva cautela, deverá conter a assinatura de um diretor ou de um procurador especialmente designado pela diretoria para esse fim.

§ 1.º — A sociedade anônima poderá constituir instituição financeira, ou sociedade corretora membro de bolsa de valores, como mandatária para a prática dos atos relativos ao registro e averbação de transferência das ações endossáveis, e à constituição de direitos sobre as mesmas.

§ 2.º — Os usuatários referidos no parágrafo anterior poderão substituir a assinatura de ações, obrigações, ou quaisquer outros títulos negociáveis, pela sua autenticação em máquinas especiais para títulos fiduciários, segundo modelos aprovados pelo Banco Central.

Art. 39 — As debêntures ou obrigações emitidas por sociedades anônimas poderão ser ao portador ou endossáveis.

Parágrafo único — As sociedades que emitirem obrigações nominativas endossáveis manterão um “Livro de Registro de Obrigações Endossáveis”, ao qual se aplicarão, no que couber, os dispositivos relativos aos Livros das Ações Endossáveis de sociedades anônimas.

Art. 40 — Aplicam-se às obrigações endossáveis o disposto nos artigos 32 a 36 e 38.

Parágrafo único — O endossante da obrigação nominativa endossável responde pela existência de crédito, mas não pelo seu pagamento.

Art. 41 — As sociedades anônimas somente poderão pagar juros, amortização ou resgate de obrigações endossáveis contra recibo da pessoa registrada como proprietária do respectivo título no Livro de Registro de Obrigações Endossáveis.

§ 1.º — Se a obrigação tiver sido transferida desde a época do último pagamento de juros ou amortizações, a transferência deverá ser obrigatoriamente averbada no livro de registro e no certificado, antes do novo pagamento.

§ 2.º — Aplica-se às obrigações endossáveis o disposto no artigo 37, § 2.º.

Art. 42 — O impòsto do sêlo não incide nos negócios de transferência ou constituição de direitos sôbre as ações e obrigações endossáveis, e respectivas inscrições ou averbações.

SEÇÃO VII

Debêntures conversíveis em ações

Art. 43 — As sociedades anônimas poderão emitir debêntures ou obrigações assegurando aos respectivos titulares o direito de convertê-las em ações do capital da sociedade emissora.

§ 1.º — Constarão obrigatoriamente da escritura de emissão das debêntures ou obrigações as condições do direito à conversão em ações, relativas a:

- a) prazo ou épocas para exercício do direito à conversão;
- b) bases da conversão, com relação ao número de ações a serem emitidas por debêntures ou obrigações endossáveis, ou entre o valor do principal das debêntures e das ações em que forem convertidas.

§ 2.º — As condições de conversão deverão constar também dos certificados ou cautelas das debêntures.

§ 3.º — As condições da emissão de debêntures ou obrigações conversíveis em ações deverão ser aprovadas pela assembléia de acionistas, observado o quorum previsto nos artigos 94 e 104 do Decreto-lei n.º 2 627, de 26-9-1940.

§ 4.º — A conversão de debêntures ou obrigações em ações, nas condições da emissão aprovada pela assembléia-geral, independerá de nova assembléia de acionistas e será efetivada pela diretoria da sociedade, à vista da quitação da obrigação e pedido escrito do seu titular, no caso de obrigações endossáveis, ou mediante tradição do certificado da debênture, no caso de obrigação ao portador.

§ 5.º — Dentro de 30 dias de cada aumento de capital efetuado nos termos do parágrafo anterior, a diretoria da sociedade o registrará mediante requerimento ao Registro do Comércio.

§ 6.º — Os acionistas da sociedade por ações de capital subscrito terão preferência para aquisição das debêntures e das obrigações

convertíveis em ações, nos termos do artigo 111, do Decreto número 2627, de 26 de setembro de 1940.

§ 7.º — Nas sociedades anônimas de capital autorizado, a preferência dos acionistas à aquisição das debêntures e das obrigações convertíveis em ação obedecerá às mesmas normas de preferência para subscrição das emissões de capital autorizado.

§ 8.º — O direito à subscrição de capital poderá ser negociado ou transferido separadamente da debênture conversível em ação, desde que seja objeto de cupão destacável, ou sua transferência seja averbada pela sociedade emissora, no próprio título e no Livro de Registro, se fôr o caso.

SEÇÃO VIII

Sociedades anônimas de capital autorizado

Art. 44 — As sociedades anônimas cujas ações sejam nominativas, aumentadas, ou endossáveis, poderão ser constituídas com capital subscrito inferior ao autorizado pelos estatutos sociais.

§ 1.º — As sociedades referidas neste artigo poderão, outrossim, aumentar o seu capital autorizado, independentemente de subscrição, ou com a subscrição imediata de apenas parte do aumento.

§ 2.º — Em tôdas as publicações e documentos em que declarar o seu capital, a sociedade com capital autorizado deverá indicar o montante do seu capital subscrito e integralizado.

§ 3.º — A emissão de ações dentro dos limites do capital autorizado não importa modificação dos estatutos sociais.

§ 4.º — Dentro de 30 dias de cada emissão de ações do capital autorizado, a diretoria da sociedade registrará o aumento do capital subscrito, mediante requerimento ao Registro do Comércio.

Art. 45 — Os estatutos da sociedade com capital autorizado regularão obrigatoriamente:

I — a emissão e colocação das ações com prévia aprovação da assembléia-geral ou por deliberação da diretoria;

II — as condições de subscrição e integralização a serem observadas pela assembléia-geral, ou pela diretoria, na emissão e colocação das ações do capital autorizado;

III — a emissão e colocação das ações com ou sem preferência para os acionistas da sociedade, e as condições do exercício do direito de preferência, quando houver.

§ 1.º — As ações do capital autorizado não podem ser colocadas por valor inferior ao nominal.

§ 2.º — Salvo disposição expressa nos estatutos sociais, a emissão de ações para integralização em bens ou créditos, dependerá de prévia aprovação pela assembléia-geral.

§ 3.º — Nem os estatutos sociais nem a assembléia-geral poderão negar a preferência dos acionistas à subscrição das ações emitidas que se destinem a colocação:

- a) por valor inferior ao de sua cotação em bôlsa, se as ações da sociedade forem negociáveis nas bôlsas de valores; ou
- b) por valor inferior ao de patrimônio líquido se as ações da sociedade não tiverem cotação nas bôlsas de valores.

§ 4.º — Quando a emissão de ações se processar por deliberação da diretoria, será obrigatória a prévia audiência do conselho fiscal.

Art. 46 — As sociedades anônimas de capital autorizado sòmente poderão adquirir as próprias ações mediante aplicação de lucros acumulados ou capital excedente, e sem redução do capital subscrito, ou por doação.

§ 1.º — O capital em circulação da sociedade corresponde ao subscrito menos as ações adquiridas e em tesouraria.

§ 2.º — As ações em tesouraria na sociedade não terão direito de voto enquanto não forem novamente colocadas no mercado.

Art. 47 — Nas condições previstas nos estatutos ou aprovadas pela assembléia-geral, a sociedade poderá assegurar opções para a subscrição futura de ações do capital autorizado.

SEÇÃO IX

Sociedades e fundos de investimento

Art. 48 — Depende de prévia autorização do Banco Central o funcionamento das sociedades de investimento que tenham por objeto a aplicação de capital em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários.

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

§ 1.º — Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas a serem observadas pelas sociedades referidas neste artigo, e relativas a:

- a) diversificação mínima da carteira segundo empresas, grupos de empresas associadas, e espécie de atividade;
- b) limites máximos de aplicação em títulos de crédito;
- c) condições de reembolso ou aquisição de ações pela sociedade de investimento;
- d) normas e práticas na administração da carteira de títulos e limites máximos de custos de administração.

§ 2.º — As sociedades de investimento terão sempre a forma anônima, e suas ações serão nominativas, ou endossáveis.

§ 3.º — Compete ao Banco Central, de acôrdo com as normas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, fiscalizar as sociedades de investimento e os fundos por elas administrados.

§ 4.º — A alteração dos estatutos sociais e a investidura de administradores das sociedades de investimento dependerão de prévia aprovação do Banco Central.

Art. 49 — Os atuais fundos em condomínio de títulos ou valores mobiliários deverão, dentro do prazo de um ano, prorrogável por igual período, a critério do Banco Central, converter-se em sociedades anônimas de capital autorizado a que se refere o Capítulo VIII, ficando isentos de encargos fiscais os atos relativos à transformação.

Parágrafo único — As sociedades anônimas a que se refere êste artigo poderão contratar com outra companhia de investimentos a administração de sua carteira de investimentos, em obediência às normas gerais que serão traçadas pelo Conselho Monetário Nacional.

SEÇÃO X

Contas correntes bancárias

Art. 50 — Os bancos e casas bancárias que devolverem aos seus depositantes os cheques por êstes sacados, depois de liquidados, poderão fazer prova da movimentação das respectivas contas de de-

pósito mediante cópia fotográfica ou microfotográfica dos cheques devolvidos, desde que mantenham êsse serviço de acôrdo com as normas de segurança aprovadas pelo Banco Central.

Art. 51 — O endôso no cheque nominativo pago pelo banco contra o qual foi sacado prova o recebimento da respectiva importância pela pessoa a favor da qual foi emitido, e pelos endossantes subsequentes.

Parágrafo único — Se o cheque indica a nota, fatura, conta, cambial, imposto lançado ou declarado a cujo pagamento se destina, ou outra causa da sua emissão, o endôso do cheque pela pessoa a favor da qual foi emitido e a sua liquidação pelo banco sacado provam o pagamento da obrigação indicada no cheque.

SEÇÃO XI

Tributação de rendimentos de títulos de crédito e ações

Art. 52 — Está sujeito ao desconto do imposto de renda na fonte, à razão de 15%, o deságio concedido na venda, ou colocação no mercado, por pessoa jurídica a pessoa física, de debêntures ou obrigações ao portador, letras de câmbio ou outros quaisquer títulos de crédito.

§ 1.º — Considera-se deságio a diferença para menos entre o valor nominal do título e o preço de sua venda ou colocação no mercado.

§ 2.º — Na circulação dos títulos referidos no presente artigo, o imposto não incidirá na fonte nos deságios concedidos entre pessoas jurídicas, mas a primeira pessoa jurídica que vender ou revender o título a pessoa física deverá:

- a) reter o imposto previsto neste artigo, calculado sobre o deságio referido ao valor nominal do título;
- b) exigir a identificação do adquirente e o recibo correspondente ao deságio;
- c) declarar no próprio título a retenção do imposto nos termos da alínea a, e o montante do deságio sobre o qual incidiu;

- d) fornecer ao beneficiário do deságio declaração da retenção do imposto, da qual deverão constar a identificação do título e as datas de sua negociação e do seu vencimento.

§ 3.º — Os títulos dos quais constar a anotação de retenção do imposto prevista no § 2.º, alínea *c*, deste artigo, poderão circular entre pessoas jurídicas e físicas sem nova incidência do imposto, salvo se uma pessoa jurídica revendê-lo a pessoa física com deságio superior ao que serviu de base à incidência do imposto pago, caso em que o imposto incidirá sobre a diferença entre o novo deságio e o já tributado, observado o disposto no § 2.º.

§ 4.º — O deságio percebido por pessoa física na aquisição das obrigações ou títulos cambiais referidos neste artigo será obrigatoriamente incluído pelo beneficiário na sua declaração anual de rendimentos, classificado como juros, compensando-se o imposto retido na fonte com o devido de acordo com a declaração anual de rendimentos.

§ 5.º — Se o prazo entre a aquisição e o vencimento do título tiver sido superior a 12 meses, a pessoa física beneficiária do primeiro deságio poderá deduzir do respectivo rendimento bruto, na sua declaração anual do imposto de renda, a importância correspondente à correção monetária do capital aplicado na obrigação ou letra de câmbio, observadas as seguintes normas:

- a) a correção será procedida entre as datas de aquisição e liquidação do título, segundo os coeficientes de correção monetária fixados pelo Conselho Nacional de Economia, para a correção das Obrigações do Tesouro;
- b) a data e o valor de aquisição serão comprovados através da declaração de retenção do imposto (§ 2.º, alínea *d*) anexada à declaração.

§ 6.º — Os lucros obtidos por pessoas jurídicas na aquisição e revenda, ou liquidação, de obrigações e títulos cambiais, integrarão o respectivo lucro real em compensação do imposto na fonte referido neste artigo, se tiver sido pago, e com a dedução da correção monetária, nos casos e nos termos previstos no § 5.º.

§ 7.º — Para efeito da declaração anual de renda, o rendimento dos títulos a que se refere o § 5.º considera-se percebido no ano da sua liquidação.

§ 8.º — O disposto no presente artigo entrará em vigor a 1.º de janeiro de 1967, quando ficarão revogadas as disposições vigentes relativas à tributação de deságio, inclusive a opção pela não identificação do respectivo beneficiário; salvo em relação ao disposto nos §§ 5.º, 6.º e 7.º, que será aplicável desde a publicação desta lei nos casos em que o beneficiário do deságio optar pela sua identificação.

Art. 53 — Os juros de debêntures ou obrigações ao portador estão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte:

I — à razão de 15%, no caso de identificação do beneficiário nos termos do artigo 3.º, da Lei n.º 4 154, de 28-11-62;

II — à razão de 60%, se o beneficiário optar pela não identificação.

Parágrafo único — No caso do inciso I dêste artigo o imposto retido na fonte será compensado com o imposto devido com base na declaração anual de renda, na qual serão obrigatoriamente incluídos os juros percebidos.

Art. 54 — A incidência do imposto de renda na fonte a que se refere o art. 18 da Lei n.º 4 357, de 18 de julho de 1964, sobre rendimentos de ações ao portador, quando o beneficiário não se identifica, fica reduzida para 40%.

§ 1.º — O imposto de renda não incidirá na fonte sobre os rendimentos distribuídos por sociedades anônimas de capital aberto aos seus acionistas titulares de ações nominativas, endossáveis, ou ao portador, se optarem pela identificação.

§ 2.º — Para efeito de determinar a sua renda líquida sujeita ao imposto de renda, as pessoas físicas poderão abater da renda bruta até Cr\$ 600 000 anuais de dividendos, bonificações ou outros interesses distribuídos por sociedades anônimas de capital aberto às suas ações nominativas, endossáveis, ou ao portador, se o benefício se identifica.

Art. 55 — Para efeito de determinar a renda líquida sujeita ao imposto de renda, as pessoas físicas poderão abater da sua renda bruta 30% das importâncias efetivamente pagas para a subscrição de obrigações do Tesouro Nacional e de ações nominativas de sociedades de capital aberto.

§ 1.º — Se antes de decorridos dois anos da aquisição a pessoa física vier a alienar as obrigações ou ações, deverá incluir entre os

rendimentos do ano da alienação, a importância que tiver abatido, nos termos deste artigo, com relação às obrigações ou ações alienadas.

§ 2.º — Os abatimentos a que se refere este artigo e o anterior não serão computados para determinar o limite estabelecido no art. 9.º da Lei n.º 4506, de 30 de novembro de 1964.

Art. 56 — Na emissão de ações com ágio pelas companhias de capital subscrito ou autorizado, as importâncias recebidas dos subscritores além do valor nominal das ações constituem capital excedente e não serão tributadas como rendimento da pessoa jurídica.

Art. 57 — Caberá ao Conselho Monetário Nacional fixar periodicamente as condições em que, para efeitos legais, a sociedade anônima é considerada de capital aberto.

Parágrafo único — A deliberação do Conselho Monetário Nacional aumentando as exigências para a conceituação das sociedades de capital aberto somente entrará em vigor no exercício financeiro que se inicie, no mínimo, seis meses depois da data em que fôr publicada a deliberação.

SEÇÃO XII

Disposições diversas

Art. 58 — As obrigações do Tesouro a que se refere a Lei número 4357, de 16 de julho de 1964, poderão ser emitidas com prazos superiores a seis meses.

Art. 59 — O resultado líquido das correções monetárias do ativo imobilizado e do capital de giro próprio, efetuadas nos termos da legislação em vigor, poderão, à opção da pessoa jurídica, ser incorporados ao capital social ou a reservas.

§ 1.º — No caso de correção monetária do ativo imobilizado, o imposto devido incidirá sobre o aumento líquido de ativo resultante da correção independentemente da sua incorporação ao capital social.

§ 2.º — Os resultados das correções monetárias não serão considerados reservas para efeitos da apuração do excesso de reservas em relação ao capital social.

§ 3.º — As sociedades que no corrente exercício e em virtude de correção monetária, tenham aprovado aumento de capital ainda não registrado pelo Registro de Comércio, poderão usar da opção prevista neste artigo, desde que paguem o imposto nos termos do parágrafo 1.º.

Art. 60 — A constituição de fundos contábeis de natureza financeira, para aplicação de doações, dotações ou financiamentos obtidos de entidades nacionais ou estrangeiras, não incluídas no orçamento, depende de decreto do Presidente da República.

Art. 61. — Os fundos contábeis consistirão de contas gráficas abertas em estabelecimentos de crédito oficiais e serão utilizados exclusivamente para os objetivos designados pelo decreto do Poder Executivo, admitidas apenas as deduções necessárias ao custeio das operações.

Art. 62 — O decreto executivo de constituição de fundo deverá indicar:

I — origem dos recursos que o constituirão;

II — objetivo das aplicações, explicitando a natureza das operações, o setor de aplicação e demais condições;

III — mecanismo geral das operações;

IV — a gestão do fundo, podendo atribuí-la ao próprio estabelecimento de crédito no qual será aberta a conta, ou a um administrador ou órgão colegiado;

V — a representação ativa e passiva do órgão gestor do fundo.

Art. 63 — O imposto de consumo relativo a produto industrializado saído do estabelecimento produtor diretamente para depósito em armazém geral, poderá ser recolhido, mediante guia especial, na quinzena imediatamente subsequente à sua saída do armazém geral.

§ 1.º — Para o transporte do produto até o armazém geral a que se destinar, o estabelecimento produtor remetente emitirá guia de trânsito, na forma do artigo 54 da Lei n.º 4 502, de 30-11-1964, e que acompanhará a nota fiscal.

§ 2.º — A empresa de armazém geral fica obrigada a manter escrituração que permita à repartição fiscal competente o controle

da movimentação de produtos feita na forma supra, da qual constarão os tipos, quantidades, lotes, valores, destinos e notas fiscais respectivas.

§ 3.º — No verso do recibo de depósito, do *warrant* e da guia de trânsito emitidos para estes fins, constará expressa referência ao presente artigo de lei e seus parágrafos.

§ 4.º — Não terá aplicação este artigo de lei nos casos do artigo 26, incisos I e II, da Lei n.º 4 502, de 30-11-1964.

§ 5.º — O Departamento de Rendas Internas do Ministério da Fazenda expedirá as instruções e promoverá os formulários necessários ao cumprimento do presente dispositivo.

Art. 64 — A presente Lei entrará em vigor na data de sua publicação, revogadas as disposições em contrário.

MENSAGEM S/N, DO PODER EXECUTIVO

Senhores Membros do Congresso Nacional:

Na forma do art. 4.º, do Ato Institucional, tenho a honra de apresentar a Vossas Excelências o incluso Projeto de Lei que visa a disciplinar o mercado financeiro e de capitais e estabelecer medidas para o seu desenvolvimento, acompanhado de Exposição de Motivos dos Ministros de Estado dos Negócios da Fazenda, da Indústria e do Comércio e do Planejamento.

Brasília, em 22 de abril de 1965. — *H. Castello Branco.*

EXPOSIÇÃO S/N DAS MINISTROS DA FAZENDA, EXTRAORDINÁRIO PARA O PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA E DA INDÚSTRIA E DO COMÉRCIO

Justificação do projeto de lei que reorganiza o mercado financeiro e o mercado de capitais.

Excelentíssimo Senhor Presidente da República:

O projeto anexo visa a reorganizar o mercado financeiro e o mercado de capitais que foram fortemente deturpados em sua finalidade e em seu processo de operação pelas repercussões inflacionárias. A inflação não somente provocou nefastas alterações no que deveria ser mantido, como impediu que evoluisse o que deveria ser modi-

ficado. As medidas abrangidas pelo projeto são, pois, de recuperação e de substituição.

2. A recuperação proposta, embora peculiar, acompanha e completa a seqüência de reajustamento de valores que o Governo vem adotando desde o início do seu programa financeiro. Impunha-se o reajustamento de valores para conseguir-se o reequilíbrio da economia do País. A afirmação do Governo tem sido clara e indubitáveis são os resultados satisfatórios que já estão sendo colhidos. Como, entretanto, os reflexos das correções sobre os preços estão induzindo a opinião pública a uma falsa compreensão do comportamento do valor do cruzeiro parece-nos oportuno ressaltar os aspectos distributivos dos reajustamentos antes de analisar sua aplicação ao mercado financeiro e ao mercado de capitais.

A manutenção dos preços ficticiamente baixos mediante o regime de tabelamento, que prevalecia antes de 31 de março, embora favorável aos consumidores de produtos agropecuários, representava uma situação insustentável para os produtores. A liberação ainda não pôde ser total, o que tem provocado queixas em alguns setores de produção. Mas a elevação dos preços foi bem sensível. Obviamente, essa alta corresponde a um deliberado processo corretivo de redistribuição da renda nacional, que não deve ser confundido com a elevação de preços de origem inflacionária.

Outro exemplo, e este ainda mais característico, é o dos aluguéis. O índice do custo de vida registra enorme alta no mês de março, em decorrência da correção dos aluguéis. Durante tantos decênios foram mantidos congelados os aluguéis que mesmo gradativo o ajustamento, de qualquer modo, acarreta elevações substanciais, que se refletem no aumento do custo de vida. Trata-se, porém, como no caso dos preços dos produtos agropecuários, de deliberada redistribuição da renda nacional, independentemente da variação do poder de compra da moeda.

É interessante observar que no regime de congelamento da renda dos imóveis havia a liberação dos aluguéis novos. Estes, porém, atingiam a níveis exorbitantemente elevados pela expectativa de seu congelamento futuro. Capitalizava-se o congelamento. No projeto anexo, procura-se eliminar o efeito altista de expectativa, no que concerne à taxa de juros.

3. Os meios de modificação da expectativa constituem a essência das medidas de recuperação do mercado financeiro. Há, entretanto, uma vantagem a assinalar sobre as correções anteriores. No caso dos preços dos produtos agrícolas e no reajustamento dos aluguéis, os

assalariados mais modestos sofrem restrições temporárias com a redistribuição da renda nacional. No caso do mercado financeiro, consegue-se corrigir o defeito dos desajustamentos, sem maiores problemas de redistribuição de renda.

É indiscutível a urgência da correção dos desajustamentos no mercado financeiro e no mercado de capitais. A taxa de juros atingiu a níveis que se incompatibilizam com o programa de estabilização de custos e com um clima de estímulo aos investimentos.

Na impossibilidade de adaptar-se a taxa de juros à realidade inflacionária, por força de interpretação restrita da lei de usura, os que ofereciam e procuravam recursos começaram a operar fora da esfera bancária. Surgiram, assim, dentro da melhor disciplina e inequívoca vantagem, as companhias de financiamento, que passaram a operar com base no deságio. Conseguiram os credores, no desenrolar da espiral inflacionária, antecipar a desvalorização da moeda. Entretanto, se o que se pretende é a estabilização da moeda, um sistema que envolve a perspectiva de desvalorização não pode ser estimulado.

Cumpre-nos modificar a atitude do credor. Em vez da expectativa de desvalorização do cruzeiro, que é antecipada no deságio, ou seja no desconto com o qual são vendidos os títulos de dívida, cabe, agora, oferecer ao credor a oportunidade de corrigir a soma *a posteriori*, caso venha a ocorrer uma eventual desvalorização da moeda durante o período do empréstimo.

O deságio traduziu e ainda traduz uma antecipação de desvalorização monetária. De um momento para outro, não se pode mudar a mentalidade de expectativa inflacionária, notadamente quando ainda existem resquícios de correção de valores, cujos reflexos sobre os preços são confundidos com os aumentos de preços de origem inflacionária. Seria necessário que, por vários meses, e talvez mesmo por mais de um ano, os preços se mantivessem estáveis para que o deságio viesse a corresponder à taxa normal de juros. Todavia, não podemos esperar por essa fase experimental. É impossível alcançar-se uma redução de custo de produção enquanto a taxa de juros, em consequência de injustificada expectativa de alta dos preços, mantiver-se em níveis tão elevados como atualmente. Como o Governo tem a certeza de que se acha próxima a estabilidade de preços, ele está em condições de oferecer a correção monetária *a posteriori*, seja para os depósitos a prazo, nas instituições de crédito, seja para as debêntures emitidas pelas empresas. Essas duas moda-

lidades de capitalização de renda, de suma importância, foram banidas do mercado financeiro e do mercado de capitais pela inflação. O projeto as procura restabelecer em proveito da estabilidade dos preços e do desenvolvimento econômico do País.

4. O depósito a prazo é o processo mais simples de formação de reservas para aqueles que aguardam oportunidade para investir e o meio mais singelo de aplicação de economias para a grande maioria dos indivíduos. São precisamente as instituições de crédito, que recebem depósitos a prazo, as que, em face dessas reservas e dessas economias, podem contribuir, direta e indiretamente, para intensificar a colocação dos títulos de renda. É de fundamental importância, pois, o restabelecimento dêsse meio de capitalização e só o poderemos conquistar mediante a oferta de garantia do valor do depósito contra a eventual desvalorização da moeda.

Antes de verificar-se a intensidade inflacionária, os Bancos dispunham de apreciável proporção dos depósitos a prazo, o que lhes facilitava o atendimento dos clientes, quer em termos de prazo, quer em termos de juros. Os depósitos à vista, rapidamente movimentados, exigem encaixes de vulto, que oneram o crédito e limitam demasiadamente o prazo dos empréstimos. O crédito bancário na Europa e nos Estados Unidos é mais acessível às empresas, graças à elevada proporção dos depósitos a prazo. Seu restabelecimento constitui, sem dúvida, importante finalidade de recuperação.

Igual processo de recuperação se dá com a volta das emissões de debêntures. A correção monetária *a posteriori* permite às empresas contar com empréstimos a prazo longo. Sem o apoio dessa modalidade de crédito, as empresas ficam muito limitadas em seu campo de obtenção de recursos. Nem sempre é conveniente o apêlo ao capital de risco e nem sempre se apresenta vantajoso o apêlo ao crédito bancário.

5. Dissemos no início desta exposição que, além da recuperação do que desapareceu na voragem inflacionária, o projeto se propõe a remodelar o que deixou de evoluir no curso da inflação.

As Bolsas de Valores sofreram drasticamente, por efeitos originados do exterior e por motivos oriundos de sua própria organização.

Os corretores, segundo a lei vigente, são nomeados pelo Governo. Não se subordinam, porém, ao serviço público porque sua atividade é de caráter empresarial. Por outro lado, não chegam a alcançar o estímulo da atividade das empresas particulares porque a corretagem é automaticamente assegurada e os cargos são vitalícios e

hereditários. É um regime que conspira contra o senso de responsabilidade e contra o ânimo da eficiência. Daí a sugestão do projeto de convidar os corretores a se unirem em sociedades corretoras, sujeitas à fiscalização do Banco Central, orientadas e disciplinadas por meio de regulamentos a serem expedidos pelo Conselho Monetário Nacional.

O projeto tem a preocupação de evitar prejuízos aos atuais corretores e, por isso mesmo, preserva aos mesmos a faculdade de conjugarem a atividade de negociadores de títulos com as atividades peculiares do mercado de câmbio. Além disso, proporciona-lhes prazo razoável para se organizarem em sociedade.

6. Outro aspecto evolutivo do projeto é o do acesso a novos instrumentos jurídicos para a aplicação do capital de empréstimo e de risco.

O desenvolvimento global do mercado e o estímulo à poupança e sua aplicação nas empresas nacionais são contemplados no projeto com as seguintes providências:

a) instituição de ações e de debêntures transferíveis por endosso; e

b) instituição da conversibilidade das debêntures em ações, que permite a segurança da aplicação, aliada à vantagem dos ganhos de capital, que caracterizam as ações.

A lei fiscal procura estimular a nominalidade dos rendimentos, através de elevada tributação dos rendimentos de títulos ao portador. Apesar dessa tributação, muitos contribuintes preferem os títulos ao portador, devido à falta de liquidez das aplicações em títulos nominativos, dado o formalismo exigido pela lei para a transferência desses títulos. A existência de ações e de debêntures endossáveis oferecerá a conjugação da fácil transferibilidade dos títulos ao portador com a conveniência tributária.

É incompatível com o desenvolvimento econômico e social a manutenção de privilégios fiscais. Os que perduravam constitucionalmente caíram. Existem e não de existir as isenções, como estímulos. São previstos no projeto incentivos especiais para a compra de ações, uma vez que o progresso do País muito depende da ampliação da subscrição de ações e da facilidade de sua transferência no mercado. Preserva-se no projeto a isenção prevista para as Obrigações do Tesouro, como incentivo à subscrição voluntária dos empréstimos públicos. De modo algum será, entretanto, admissível que rendimentos escapem da tributação progressiva pelo fato de se

originarem de títulos ao portador. Juros, dividendos ou deságios, tudo é renda sujeita ao imposto progressivo.

A taxa elevada para os títulos não identificados perante o imposto de renda deve ser admitida em caráter temporário.

Acreditamos que dentro em breve, com o aperfeiçoamento da negociabilidade dos títulos nominativos e a melhoria de orientação da distribuição de impostos entre a União, Estados e Municípios, seja encontrada, finalmente, uma solução plenamente satisfatória.

Outros pontos de menor importância são previstos pelo projeto, todos eles com a finalidade de recuperar e aperfeiçoar o mercado de capitais, motivo por que prevê, em benefício da regularização da oferta de ações, que a partir do presente exercício seja admissível a formação de reservas em contraposição à reavaliação do ativo das empresas.

Aproveitamos a oportunidade para renovar a Vossa Excelência os protestos do nosso mais profundo respeito. — *Octávio Gouveia de Bulhões*, Ministro da Fazenda — *Roberto de Oliveira Campos*, Ministro Extraordinário para o Planejamento e Coordenação Econômica — *Daniel Faraco*, Ministro da Indústria e do Comércio.

