

ANAIS DO  
IX SIMPÓSIO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DOS  
PROFESSORES UNIVERSITÁRIOS DE HISTÓRIA

(Florianópolis, 17 a 23 de julho de 1977)

Organizados pelo Prof. Eurípedes Simões de Paula

Publicados pela Profa. Alice Piffer Canabrava  
Secretário Geral da ANPUH

# O HOMEM E A TÉCNICA

Volume II

SÃO PAULO - BRASIL

1979

## PREGÃO: TÉCNICA DE MERCADO EFICIENTE (\*) (\*\*)

---

MARIA BÁRBARA LEVY

*Coordenadora de Pesquisa Financeira do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (Rio de Janeiro)*

### I. INTRODUÇÃO

Na oportunidade em que o Pregão comemora 100 anos de sua criação no Brasil, o momento apresenta-se propício para reflexões em torno da evolução histórica do conceito de mercado eficiente.

A função da movimentação de capitais numa economia de mercado é prover os canais através dos quais o capital-dinheiro flui das unidades econômicas que se encontram ocasionalmente em posição superavitária com respeito à acumulação de fundos versus dispêndio de capital, para aquelas cujas pretensões de investimento superam sua capacidade própria de acumulação, tornando-as potencialmente deficitárias. Esse papel foi satisfeito a cada momento histórico por uma tecnologia específica de modo de negociação que correspondesse a dois planos distintos de avaliação: o plano de eficiência operacional, onde a preocupação maior repousa nos custos incorridos nas operações com os intermediários financeiros, e o plano da eficiência alocacional, onde o objeto da análise se concentra nos critérios que orientam a decisão e na forma pelo qual os intermediários financeiros alocam os recursos captados.

---

(\*) Comunicação apresentada na 4a. Sessão de Estudos, Equipe B, no dia 21 de julho de 1977 (*Nota da Redação*).

(\*\*) O autor agradece a João Regis Ricardo dos Santos, Diretor Técnico do IBMEC, pelas sugestões e críticas feitas durante todas as etapas de elaboração deste trabalho. Os eventuais erros remanescentes são de responsabilidade do autor.

Quando nos propomos a estudar o Pregão, dentro de uma perspectiva histórica na qual sua criação e aperfeiçoamento representam uma aproximação com níveis crescentes de eficiência operacional do mercado, devemos levar em conta que a realidade de porte e exigências do mercado também se alteram, promovendo respostas operacionais diferentes a propósitos de alocação definidos pelas práticas econômicas para as quais está voltada a movimentação de capitais.

Neste artigo, consideraremos o momento histórico que promoveu a criação do Pregão, acentuando a conquista que sua organização representou para garantir aos participantes do mercado uma alocação de recursos escassos de tal maneira que o mecanismo de formação de preços fosse capaz de trazer benefícios compensatórios aos custos incorridos nas operações realizadas com os intermediários que o constituíam.

Numa segunda etapa, situaremos o questionamento do Pregão durante o Encilhamento. Trata-se de realizar um corte no momento em que a alocação de fundos permitiu aos participantes do mercado receberem lucros anormais. Seria o caso de julgar como a ineficiência deste mercado possibilitou ganhos acima da média nos investimentos em títulos. A razão para que grupos de investidores recebessem retornos excepcionais é posta em conexão com a possibilidade de por em prática uma estratégia específica de investimentos no tempo, baseada no conhecimento privilegiado das tendências no movimento dos preços das ações, em detrimento de investidores menos informados.

E por último, iremos destacar como foram encarados os prós e os contras acerca da eficiência deste modo de negociação quando, na década de 50, a política cambial foi conduzida através de leilões de Promessas de Venda de Câmbio (P.V.C.) no Pregão de Bolsa.

Concluiremos com a capacidade de absorção de tecnologias do Pregão na última década, quando, como consequência de uma política de indução do mercado de capitais, e através de uma política fiscal particular, a Bolsa atraiu investimentos numa estratégia de desenvolvimento de captação de poupança interna. Nesse contexto, é próprio situar a teoria de mercado eficiente, tal como vem evoluindo no sentido de marcar as fortes alterações na estrutura do Pregão

em direção a um mercado central, tal como a tendência que tem se verificado em mercados mais evoluídos.

## II. A CRIAÇÃO DO PREGÃO

Para compreensão das circunstâncias que levaram à criação do Pregão pelos corretores, que nesta época intermediavam negociações não só com títulos do Governo, ações e câmbio mas também com mercadorias e fretes de navios, e sobretudo importante levar em conta alguns aspectos que marcaram transformações essenciais na economia brasileira a partir da segunda metade do século XIX:

a) O formidável surto econômico promovido pela expansão cafeeira, que repercutiu em um aumento de 214% no quantum das exportações, acompanhado de uma melhora de 58% nas relações dos preços de intercâmbio, significa um incremento de 396% na renda gerada pelo setor exportador. As cambiais, direitos de saque no exterior, afluíam à praça do Rio de Janeiro em volume inusitado;

b) A abolição do tráfico de escravos deslocara capitais até então envolvidos no intercâmbio com a costa africana, que refluíram às praças brasileiras. A alocação desses recursos diretamente na produção, utilizando o trabalho assalariado, ou através de mercado financeiro permitiu uma maior diversificação da intermediação mercantil, bem como o surgimento de manufaturas que potencialmente puderam recorrer ao crédito através do sistema bancário ou via emissão de ações;

c) Os investimentos em obras públicas e a Guerra do Paraguai, obrigando a reservar as divisas exclusivamente para os compromissos da dívida externa, provocaram não só um surto de meios primários de pagamento e a correlata expansão do crédito, mas também de emissões de títulos da dívida pública. A sazonalidade da produção agrícola tornava esses títulos extremamente atraentes para os fazendeiros, que podiam contar com juros garantidos em ouro para equilibrar durante o ano seu fluxo de caixa.

A rua Direita, hoje 19 de Março, era o ponto de encontro dos corretores. Ali ficavam a Alfândega e o Paço Imperial, enclave polí

tico e econômico do maior porto exportador do país. Essa reunião ao ar livre tornava mais operatórias as transações na medida em que aumentava a rapidez de irradiação e intercepção das informações. A centralização atendia a uma tendência natural promovida pela multiplicidade desses intermediários e permitia que operações bilaterais fossem acompanhadas por outros corretores aptos, a qualquer momento, a participar delas. O agrupamento natural dos corretores promoveu um sistema de liquidez mais eficiente para onde convergiam compradores e vendedores, agindo em nome de comerciantes e produtores dos mais diferentes pontos do Brasil e da Europa. Ao mesmo tempo que enfeixava o controle e a difusão das informações, essa reunião dos corretores reduzia o número de intermediações e cumpria sua função de mercado uniformizador dos preços, regulado por um encontro de ofertas e demandas.

Para que esse grupo de corretores tivesse condições reais de preservação e existência era preciso que fossem estabelecidas regras internas de comportamento. Essa auto-regulação se baseava na confiança mútua de que as normas básicas teriam características de código, sobre o alicerce de um direito consuetudinário que estabelecia a conduta nas negociações: irreversibilidade da operação, veracidade da ação negociada e a exclusividade de câmbio.

A irreversibilidade da operação determinava que, uma vez fechada a transação de compra e venda, ela não poderia ser suspensa em hipótese alguma. A veracidade da ação negociada indicava que, diante de um ato culposo de venda de mercadoria falsa, havia a responsabilidade de entrega da verdadeira. A exclusividade de câmbio impedia que se realizassem negócios com outros indivíduos que não aqueles selecionados por esta coletividade como corretores.

As regras de comportamento aliava-se uma mecânica, uma técnica racional de ordenação das operações. Esse novo modo de negociação não só dava condições a um grupo de controlar o sistema de operações como um todo, mas também beneficiava os investidores por eles representados que usufruíam do barateamento das trocas, porque o número de intermediações diminuía.

O Estado tinha evidentes interesses na organização dos corretores, na medida em que visava um maior controle sobre os negócios. A través destes intermediários, podia fazer exigências de selagem nas letras de câmbio e notas promissórias garantindo desta maneira a cobrança dos impostos sobre as transações mercantis. O Ministério da Fazenda podia apreciar a cotação dos títulos públicos, conhecer o melhor momento para realizar amortizações e perceber a oportunidade de lançar novos títulos para cobrir os déficits orçamentários. A cotação do curso de câmbio diário dava margem a uma estimativa mais realista do período propício para compra, por parte do Governo, da quantidade de moeda estrangeira necessária aos vultosos compromissos da dívida externa.

Era natural que a intermediação financeira exercida pelos corretores atraísse neófitos, e a praça do Rio de Janeiro foi invadida por "zangões", pejorativo com o qual os corretores apelidavam aqueles que, sem pagamento de patente e fiança, exerciam atividades idênticas às suas. Os "zangões" eram de fato muitas vezes preferidos aos corretores, não só porque eram na sua maioria estrangeiros, e por isso dispunham de maior acesso aos comerciantes internacionais, mas também porque negociando com eles tornava-se mais fácil fugir ao pagamento de impostos e manter o sigilo das operações.

No momento em que o liberalismo econômico era a ideologia dominante, toda uma corrente de pensamento contrária à limitação do número de corretores hostilizava as pretensões de fechamento corporativo. Se de um lado o pensamento liberal exaltava os corretores como agentes eficazes para um comércio mais livre, de outro, chocava-se frontalmente contra a limitação do número de pessoas que exerciam essa atividade graças à restrição da quantidade de patentes.

Seguindo esse raciocínio, os corretores só seriam úteis quando seu número fosse indefinido, sem limitação alguma, porque a própria concorrência impediria que alguns poucos se beneficiassem com a concentração dos ganhos; restringir o número de corretores era uma manifestação de monopólio, contrária ao espírito liberal. A exclusividade de intermediação era criticada como uma *"notável e infundada disposição que aniquilou uma liberdade mercantil e converteu aquilo*

*que era favor em pesado ônus; criou portanto um imposto não em benefício do Tesouro, mas sim dos corretores. Onerou os comerciantes e até outros particulares não só com essa contribuição, mas também com a dependência, dificuldade e perda de tempo, o que além de constituir despesa representavam também um incômodo"(1).*

O Senador Visconde de São Vicente que solicitara a revogação da exclusividade de intermediação dos corretores afirmava que *"vã - lia uma liberdade comercial e porque se conformava com os verdadeiros princípios dos interesses mercantis"(2).*

Os corretores se organizaram no sentido de defenderem a auto - preservação da corporação. Alegavam principalmente que a atuação dos "zangões" dificultava a apuração de responsabilidade nas situações de especulação e agiotagem. O problema era agravado porque não se dispunha de regras e instrumentos eficientes, capazes de coibir ou punir a ocorrência de práticas manipuladoras envolvendo operações nas quais os agentes participantes faziam uso de informações a que tinham acesso exclusivo.

Deixando a descrição dos "zangões" aos próprios corretores: *"o incremento diário que tem essa falange numerosa, comumente chamada - zangões - seita que já conta em seu seio cerca de 80 adeptos de todas as nacionalidades, uma grande porção dos quais não tem posição definida na sociedade. Essa classe pode bem chamar-se de refúgium peccatorum, pois nela tem figurado conspicuamente o negociante falido e não reabilitado, o caixeiro que não pode encontrar emprego, o criado de servir despedido e até o policial que obteve baixa"(3).*

A ação dos "zangões" era mais efetiva do que se pode perceber através do desprezo com que são tratados pelos corretores na citação acima. De fato, era a eles que os jornalistas recorriam para se informarem sobre as cotações diárias dos títulos e câmbio, desde que a Junta dos Corretores sô as fornecia semanalmente. Veiculando as informações segundo seus interesses, os "zangões" dispunham de fato de alto controle sobre o mercado.

A luta contra esse mercado marginal deveria ser levada com extrema cautela. Não sô pelo poder dos "zangões", como também pela

falta de apoio do Tribunal do Comércio às restrições pretendidas pelos Corretores da Junta. Não podiam contar com o apoio do Legislativo no caso de procurar impor uma grande alteração na legislação vigente. A medida proposta foi então *"a criação de uma Bolsa ou praça especial, estabelecendo-se um park, rинque ou anel cuja entrada unicamente se permita aos corretores e onde se realizem todas as operações de Fundos Públicos, durante duas horas diariamente, proclamando esses em voz alta o preço das transações que a medida de sua realização, apontadas a uma pedra para esse fim exposta em lugar conveniente, possa o público a todo momento consultar"*(4).

A Junta dos corretores realmente se empenhou para obter a institucionalização do Pregão a ponto de decidir que, caso as autoridades não entendessem conveniente essa proposição, declarassem o ofício de corretor podendo ser *"livremente exercido por todo aquele brasileiro ou estrangeiro que se quisesse matricular, sem importar a matrícula, ônus nem favor e sim, unicamente, uma módica contribuição; assim, suprimindo o imposto e a fiança, abolidas as penas e os regulamentos severos, todos os que se dedicam ao comércio ficarão equiparados"*(5).

O Pregão surgia como alternativa operacional eficiente capaz de preservar os corretores. Fechado a todos aqueles que não dispusessem de título legal, o Pregão constituía uma garantia subjacente àquelas já implícitas à sua função. O reconhecido valor das assinaturas e anotações dos corretores, o círculo profundamente traçado em torno dos seus deveres, e, finalmente, o caráter eminentemente público de suas atribuições vinham se tornando cada vez menos relevantes, na medida em que as operações realizadas por outros agentes apresentavam a oportunidade de ganhar retornos superiores a um dado nível de risco. O Pregão, reunindo todos os corretores juramentados dava novo relevo à segurança, expunha as cotações no instante da negociação e emaranhava de fato todas as correntes de informação de compra e venda, ao nível das possibilidades da época. Nenhum corretor isolado, agora, poderia oferecer garantias maiores de segurança na operação e na cotação. A concorrência possível, depois de estabelecido o Pregão, se limitaria à taxa de corretagem, que poderia ser mais baixa para os "zangões", ou o equivalente à concorrência

de custos operacionais, aquela que, abrindo mão da segurança, se em brenha na especulação. Os corretores e a Bolsa se transformariam no ponto de referência para o conjunto do mercado financeiro.

Era indispensável que o Estado se definisse face à utilidade de existência da corporação dos corretores para seus objetivos de controle. Os corretores preferiam gozar das vantagens das irresponsabilidades das transações, uma vez que não lhes era atribuído o privilégio da exclusividade. A medida legislativa não se fez esperar. Em 1876, era decretada a cotação de títulos em Pregão, e no ano seguinte regulamentada(6). Art. 19: *"Nos edifícios destinados para a Praça do Comércio haverá um lugar especial separado e elevado onde à vista do público se reunirão os corretores de fundos quando tiverem que propor e efetuar transações sobre I-fundos públicos, e II-ações de companhias autorizadas e admitidas pelo Estado"*. O funcionamento do Pregão foi previsto no Art. 29: *"As propostas que aparecerem e as transações que efetuarem durante a reunião serão anunciadas em voz alta pelos corretores competentes, por si ou por intermédio de seus agentes, devendo uns e outros declarar somente o objeto e o valor da operação ou negócio"*(7).

A identidade dos comitentes permaneceu resguardada ao mesmo tempo que a cotação do curso diário voltou a ser possível. O pregão devolveu aos corretores não só sua função primordial para com o Estado, a de centralizador das informações, como também reforçou a distinção entre eles e os demais agentes não titulados.

A regulamentação do Pregão não provocou uma modificação imediata no movimento da Bolsa. As negociações de 1877 se mantiveram ao mesmo nível do ano anterior. É apenas em 1878 que surge uma maior confiança no mercado, quando ocorre um aumento de 530% nas transações bursáteis. O número de companhias com títulos na Bolsa cresceu de mais de 100%. Esse ritmo se manteve, fechando o decênio com o aumento de 10% no número de companhias com cotação de títulos em Bolsa(8).

O Pregão neste momento representava o nível de eficiência operacional mais alto no processo de formação dos preços, na medida em que ampliava, em termos qualitativos e quantitativos, o elenco de

informações sobre as oportunidades de investimento à disposição do público.

### III. ENCILHAMENTO E GANHOS ACIMA DA MÉDIA.

Os negócios de Bolsa se desenvolvem num mercado de Pregão onde os detalhes técnicos de funcionamento têm importância relevante. Qualquer regulamentação das operações deve procurar atingir três objetivos: permitir ampla utilização do crédito, ampliar as informações e dar maior rapidez às transações.

O problema do Encilhamento, movimento de especulação com títulos no início da República, entretanto, foi visto por parte do Ministério da Justiça - ao qual estava submetida a Bolsa - como uma demonstração de convivência entre especuladores e corretores. Na medida em que havia uma franca divergência entre esse Ministério e a orientação financeira do Governo, Campos Sales legislou de maneira a atingir os corretores sobre os quais recairia a repressão contra o movimento de expansão empresarial pretendido por Rui Barbosa, via emissão de ações que convergiu para a Bolsa.

Com o fim de cercar as operações de Bolsa na Capital Federal de mais sólidas garantias que ao mesmo tempo assegurassem a verdade e a lealdade das transações, resguardassem os corretores e seus comitentes dos prejuízos resultantes da falta de cumprimento dos contratos, legislou no sentido de restringir as possibilidades de especulação. Daí resultou ora um liberalismo perigoso, ora um cerceamento dispensável. Tornou ilimitado o número de corretores, elevou a fiança a 30 contos e exigiu deles um capital de responsabilidade de 70 contos. Esse requisito visava responsabilizar os corretores pessoalmente pelas operações por eles intermediadas, embora a indefinição do número de patentes tornasse impossível a efetivação do controle.

O cenário do Encilhamento estendia-se do trecho final da rua da Alfândega até à rua 19 de Março, terminando na Candelária, próximo ao edifício do Banco do Brasil.

Fica bastante evidenciado pelas manifestações dos cronistas

do Encilhamento que, de fato, nem a opinião pública, nem eles próprios eram capazes de compreender perfeitamente o mercado de ações. Não existia um entendimento dos fenômenos relativos ao comportamento do mercado e a desorientação dos jornalistas, que informavam o homem comum sobre os acontecimentos, incapacitava-os de imprimir qualquer sistematização sobre o problema. A emissão e subscrição das ações eram frequentemente confundidas com o momento das transações de Pregão propriamente ditas. Pode-se afirmar com bastante segurança, que a maioria dos críticos que participavam do Encilhamento, nunca chegaram a conhecer a distinção entre os dois momentos do processo. A trajetória das ações do mercado tem duas etapas distintas, porém interligadas. A etapa inicial, bem definida, compreende os procedimentos voltados para a emissão e colocação de ações no mercado primário. Apenas nessa etapa o mercado de ações existe como fonte de financiamento para as empresas. A etapa final da trajetória, cujo cenário é o Pregão, envolve um conjunto de transações entre tomadores finais das ações que alteram as posições de suas carteiras. A empresa não obtém recursos com a negociação de suas ações em Pregão; ela simplesmente se interessa pelo grau de liquidez por elas alcançado, o qual constitui variável importante para seu sucesso nos lançamentos seguintes. A especulação no período do Encilhamento não pode, portanto, ser entendida através da imprensa da época, que confundia o mercado primário com o secundário sem de fato conseguir se aperceber da mecânica do processo especulativo.

O mercado primário canaliza fundos para novos investimentos reais enquanto o mercado secundário envolve transações com ações já em circulação. Isto não significa que estes mercados sejam mutuamente exclusivos. Ao contrário, os fundos fluem entre vários mercados, porém, focalizando o mercado secundário podemos conhecer melhor o mercado de ações.

A Bolsa se constituía num vasto salão cujas paredes eram cobertas por quadros negros onde eram inscritas as operações. Em torno de um relógio de pé havia um conjunto de campainhas elétricas. Em vários pontos dispunham-se mesas e cadeiras em torno das quais formavam-se grupos de indivíduos que, para garantir seus direitos de

ali permanecerem pagavam uma pequena quantia à Associação Comercial como sócios ou assinantes. No centro do salão, num estrado de forma circular, circundado de balaústres - a "corbeille" - concentrava-se um grupo agitado de pessoas. O estrado era dividido em três círculos concêntricos comunicando-se entre si: no primeiro, o mais central, havia uma mesa onde se reuniam repórteres, telegrafistas e empregados da Junta dos Corretores. Pelos dois outros espalhavam-se os corretores. Em torno desse estrado, aglomeravam-se os comitentes colocando-se assim em comunicação imediata e direta com os corretores a quem davam as ordens sobre as operações. Às quatorze horas, o Presidente da Junta dos Corretores tocava a campainha anunciando o início dos trabalhos. Imediatamente o rumor era sucedido por um vozerio produzido pelo pregão dos corretores que indistintamente ofereciam vender ou comprar a prazo ou a dinheiro, com esta ou aquela cláusula, grande quantidade de títulos. Essa agitação era causada por cerca de 500 frequentadores, apesar de só comparecerem ordinariamente 35 corretores dos 60 efetivos. Às quinze horas, tocava a campainha anunciando o encerramento do Pregão. Os corretores se dirigiam aos seus escritórios onde lançavam nos diários as operações do dia e enviavam aos seus clientes os memorandos resultantes das ordens recebidas.

Se ocorrem imperfeições no mercado de capitais, um investidor atento pode utilizar-se deste fato para atingir um retorno acima da média. O conhecimento das tendências no movimento dos preços das ações é razão para que seja possível estabelecer uma conexão entre a imperfeição do mercado e a possibilidade do investidor receber ganhos acima da média segundo uma estratégia específica de investimentos no tempo.

Nos processos de liquidação, toda a sorte de irregularidade podiam ter lugar. O indivíduo que comprava ou vendia títulos recebia-os ou entregava-os segundo seus interesses imediatos, apressando-se para abreviar a liquidação ou retardá-la com base nas 48 horas permitidas por lei. A liquidação de títulos nominativos e apólices da dívida pública ficava sempre dependente do encontro das partes contratantes no local da transferência, alongando-se no tempo a con

clusão da operação. As negociações a prazo eram feitas de acordo com a vontade dos interessados, sem seguir qualquer norma geral e muitas vezes até sem constar oficialmente dos registros da Bolsa. Daí resultavam sérias perturbações nas cotações, provocando desequilíbrios no mercado, dos quais os especuladores imediatamente se aproveitavam.

Dentre os processos de liquidação introduzidos no Encilhamento, notabilizou-se o rápido e lucrativo sistema de "Roedura de corda", termo que ficou bastante vulgarizado pela clientela da Bolsa. Os "ratazanas" introduziam-se nos escritórios dos corretores entregando-lhes pequenas transações e liquidando-as pontualmente, procedendo dessa forma até ganharem a confiança dos agentes. A partir daí ampliavam-se as ordens verbais para a compra ou venda de títulos a prazo e, a pretexto de omitir seus nomes, ofereciam a princípio uma quantia como garantia da transação sendo tais contratos trocados diretamente, sob a responsabilidade dos corretores. Aos poucos a confiança substituiu o depósito das garantias. Iniciava-se o jogo de compra e venda de quantias elevadas de títulos de todas as variedades e os contratos se realizavam sempre na expectativa de lucro. Em caso contrário, "roíam a corda" e desapareciam como aconteceu maciçamente no período de março a maio de 1891, o que custou aos corretores muitas centenas de contos em indenizações.

A confusão que dominou a praça do Rio de Janeiro chegou ao ponto máximo em torno das debêntures da Companhia Geral das Estradas de Ferro. Quando um corretor anunciou pela primeira vez em pregação de Bolsa a venda de debêntures de 20 libras da Companhia, o presidente da Junta dos Corretores, Joaquim Navarro de Andrade, suspendeu a operação. Logo em seguida, encaminhou à Diretoria da Companhia um pedido de explicação sobre as condições a uma operação de crédito legítima e legal tratada com os banqueiros ingleses da "Morton e Rose". O empréstimo fora subscrito em Londres no total de 12 bilhões de libras esterlinas e no Rio de Janeiro, 2,5 milhões de libras, sendo estas subscritas por intermédio dos Bancos do Brasil e do Banco da República dos Estados Unidos do Brasil. Na

mesma comunicação, a diretoria declarou que já havia sido efetuada em Londres e na praça do Rio de Janeiro a conversão de mais de 6 milhões de libras esterlinas em títulos do novo empréstimo, no valor de 20 libras, juros de 5% ouro,

Este fato tornou-se conhecido pela corporação e pelo público através da imprensa. O pedido de explicação resultou numa recomendação dos títulos. O preço compensador atraiu investimentos cuja renda seria pagável em ouro e a valorização garantida. O empréstimo sendo lançado no Rio de Janeiro e em Londres oferecia, além das vantagens anteriores, a facilidade de circulação e possibilidade de seu uso para pagamentos no exterior.

Imediatamente manifestou-se notável demanda por estes títulos, a qual se tornava mais ativa à medida que aumentavam as cotações, chegando mesmo a se formarem sindicatos de especuladores destes títulos. A Companhia mantinha as cotações estáveis através de operações de "report". A Companhia vendia mil debêntures de 20 libras ao preço de 20 mil-réis cada uma e, no mesmo ato, comprava as mesmas mil debêntures de 20 libras ao preço de 26 mil-réis, liquidáveis dentro de 30 dias. Essa transação era suficientemente atraente para envolver as mais vultosas quantias. *"Tal era a cegueira ou confiança do público que até homens notáveis pelo saber e pela reconhecida probidade se deixaram arrastar pela brilhante expectativa que se lhes desenhava no espírito vendo por último esboroarem-se todos os seus castelos de opulência, restando-lhes apenas a sombra das fortunas acumuladas com sacrifícios e labores de suas vidas ativas"*(9).

O crack da Companhia Geral das Estradas de Ferro de fato não demorou muito acarretando a decretação da liquidação forçada, com todos os seus efeitos. À vista dos laudos dos peritos pode-se demonstrar que o volume de debêntures de 20 libras, em operações de "report" não pagos e apresentados para o pedido de liquidação forçada elevava-se a 1.029.030, o que equivale a 20.580.780 libras. Jamais se soube o número exato das debêntures emitidas representadas por cautelas ou certificados que correspondiam a dezenas, centenas ou milhares de títulos. Num exame dos talões atestou-se a expedição de 27.500 cautelas. O cálculo indireto do valor total dos títulos

emitidos, com base no valor das comissões de 2% pagas aos corretores atingiu 986 milhões 422 mil contos e 612,5 mil réis ou 48.294.865 libras.

O mercado apresentou os primeiros sinais de baixa quando o Governo, tentando controlar a especulação, tomou uma série de providências em torno das Sociedades Anônimas, dentre as quais o estabelecimento de uma taxaço de 3% sobre o valor nominal das ações que constituíssem objeto de transações a prazo. Depois dessa medida, quase todos os títulos baixaram de cotação. Temendo não sō novas medidas do Governo para reprimir o jogo exagerado na Bolsa, mas também o agravamento do pânico, todos trataram de vender os papéis que possuíam. O nível dos preços de venda no pregão em maio de 1891 baixou 40% em relação ao observado em janeiro. As compras se faziam em operações de *report* a preços relativamente irrisórios. O capital de especulação, que já auferia os lucros desejados, foi desviado para as contas correntes dos bancos mais conceituados. Os investidores mais recentes procuraram garantir seu crédito mediante caução dos poucos títulos firmes com comissão e juros de 1% ao mês, o que para um empréstimo de dois meses equivalia ao juros de 18% ao ano.

A depreciação dos títulos teve efeito contagiante. Títulos que sō mereciam cotação em função do jogo levaram consigo os títulos de companhias firmes.

Examinando detidamente os Livros de Registro Oficial de Cotações de Títulos da Bolsa nota-se que desde 1886 se delineava um movimento de intensa especulação, que mais tarde desembocou no Encilhamento. Esta tendência se manteve em 1887 com alterações insignificantes, ao contrário do número de transações que sofreram um aumento de 33%.

A partir de 1889, o Encilhamento eclodiu diretamente na Bolsa. Os três anos seguintes foram marcados por "booms" permanentes. O aumento nas transações bolsísticas foi de 84% em 1889, de 98% em 1890 e de 45% em 1891.

A partir de 1892 é acentuado o declínio no movimento da Bolsa,

reduzindo-se à metade a frequência de negociações e novamente em 50% em 1893.

#### IV. O PREGÃO DE CÂMBIO.

Outra época que enseja a verificação da hipótese de mercado eficiente foi aquela em que as licitações de câmbio eram feitas em Pregão. A década de 1950 foi o marco da recuperação econômica brasileira, sobretudo porque as exportações de café aumentaram decisivamente durante a Guerra da Coreia. As negociações com câmbio experimentavam uma excelente fase, beneficiando os corretores que as intermediavam. É que, em princípios de 1951, o Governo, temeroso que se generalizasse um novo conflito mundial, preferiu aumentar as importações para estocagem. Os importadores estavam em excelentes condições para realizar seus negócios, uma vez que, com a inflação o câmbio se tornara 150% mais baixo; em outras palavras, os importadores brasileiros eram de fato subsidiados porque havia o compromisso de paridade cambial firmado com o Fundo Monetário Internacional.

Desde o pós-guerra, o Brasil não dispunha de uma verdadeira política fiscal aduaneira por orientação preventiva do Conselho Monetário Internacional, que encarava as tarifas protecionistas como mecanismos capazes de generalizar internacionalmente crises particulares e conjunturais de determinados países. Cabia portanto à política cambial o ajustamento do comércio exterior. Mas, nessa questão havia interferência do F.M.I. na fixação de uma paridade para nossa moeda que há muito se distanciara da realidade, quer pela problemática do balanço de pagamentos, quer pela inflação interna. A conjugação desses elementos refletia-se necessariamente sobre a balança comercial, porque tornava muito baixo o valor nominal de uma licença de câmbio. Essa situação deu origem a uma defasagem de tal ordem que possibilitava operações de venda dessas licenças por um preço real mais alto que a paridade oficial. Criou-se assim uma situação propícia à abusos generalizados que envolvia desde suborno de funcionários que controlavam o fornecimento desses papéis até artifícios de sub e super faturamento em notas, no caso de tratar-se de importadores ou exportadores, respectivamente. Essas operações, al

tamente lucrativas, eram realizadas cotidianamente, sem que as Autoridades tivessem meios de coibi-las.

Essa conjuntura era altamente vantajosa aos importadores mas , por outro lado, a taxa supervalorizada do cruzeiro prejudicava os exportadores nacionais que recebiam menos cruzeiros por dólares exportados. Havia exportações, que eram chamadas de "produtos marginais ou gravosos" - cacau, algodão, óleos vegetais e minérios - que sã eram vendidos com prejuízo, dadas as regras estabelecidas de paridade nas relações cambiais, de um lado, e os custos inflacionários da produção interna, de outro. Outras repercussões da taxa de câmbio pré-estabelecida eram o baixo nível do influxo de capital estrangeiro e até mesmo o incentivo à sua saída. Foi então expedida a Instrução 70 da SUMOC em 1953, na qual prevalecia o sistema automático de distribuição de câmbio aos importadores.

O direito de compra no estrangeiro era posto em leilão de Bolsa para o maior licitante e para todas as importações, exceto as do Governo ou de produtos muito específicos. Desta forma, cerca de 50% do total das licenças de importação iam a Pregão. A partir de então, os preços e os custos tornaram-se importantes na determinação do volume do Comércio Exterior. O ajustamento da taxa cambial tornou-se uma política variável, e foi restituída a livre decisão por parte daqueles que intervinham no mercado. Esperava-se assim corrigir o déficit do balanço de pagamentos, tornando as exportações brasileiras mais acessíveis aos mercados mundiais e as importações mais caras, sem que as taxas de câmbio diferenciais desencorajassem as importações consideradas essenciais à industrialização.

As diferentes taxas de câmbio estabelecidas por categorias seguindo a prioridade das importações eram operadas de modo semelhante àquele já introduzido no mercado de títulos - o *call system*. Este era um sistema de chamada onde os operadores, reunidos em torno da *corbeille* - balcão circular onde eram dadas as ordens de compra e venda - iniciavam o pregão das transações, respeitando a ordem alfabética das ações negociadas, seguindo prazos pré-estipulados. Evitava-se assim o tumulto da apreçoção sem critérios que impedia algumas vezes que todos os corretores tomassem conhecimento das operações que estavam sendo fechadas.

A introdução de promessas de venda de letras de câmbio no sistema de leilão da Bolsa tornava pública a eficiência e a capacidade reguladora do mercado de Pregão erigido e regulado pelos corretos - res.

Novas Bolsas de Valores surgiram em diversos Estados do Brasil como resultado da mobilização do comércio, indústria e lavoura, através de suas associações de classe. Por intermédio da distribuição de divisas pelas diferentes Bolsas do país, foi possível beneficiar, com a descentralização, áreas menos desenvolvidas.

O sistema de leilões de P.V.C. desde logo suscitou controvérsias quanto à sua eficiência. O mercado de Pregão entretanto, era o único meio disponível, na época, de fornecer câmbio aos importadores. É importante frisar que significativo volume em cruzeiros produzidos pelos ágios passou a se constituir numa fonte apreciável de recolhimento do Banco do Brasil, sem que lhe pesasse qualquer ônus decorrente de custos operacionais.

As vantagens e desvantagens do processo de apregoamento do câmbio foram então questionadas a partir de critérios mais políticos que propriamente técnicos. O destino dos recursos auferidos pelos ágios, resultantes do sistema de câmbio, foi um dos aspectos mais particularizados nos debates sobre a denúncia da existência de um "confisco cambial". Esse recolhimento nada mais era do que um recurso para substituir a inexistência de uma tarifa aduaneira adequada às necessidades do país. Se o Brasil obteve divisas para garantir seus compromissos, e importava o essencial para o desenvolvimento da lavoura e da indústria, que naquela época assumia importância estratégica, foi graças aos ágios recebidos após os leilões e que eram encaminhados ao Governo pelos corretores.

O sistema cambial estabelecido pela Instrução 70, como já vimos, distribuía, através de um orçamento cambial, determinada quantidade de divisas e os interessados as licitavam em pregão. As divisas oferecidas eram fruto das exportações do café, cujos comerciantes se sentiam lesados. A declaração de uma nova paridade do cruzeiro poderia, segundo os críticos, aperfeiçoar o sistema cambial, reajustar o preço dos artigos subsidiados e permitir remessas para o ex

terior segundo um câmbio real.

Ainda como Presidente eleito, Juscelino Kubitschek tomou conhecimento da reforma cambial pretendida e apoiada por Edward Bernstein, economista do F.M.I.. O novo Governo decidiu manter o sistema cambial existente, pois que cada setor de atividade desejava uma reforma melhor que viesse, sem que qualquer delas viesse a representar uma alternativa de solução global. O otimismo dos corretores frente à disposição de não se alterar a mecânica de leilão cambial era evidente, especialmente porque o aumento das vendas de café em 1956, a restrição do crédito bancário e a canalização de capitais estrangeiros haviam reduzido sensivelmente as sobre-taxas, neutralizando assim os argumentos dos partidários da reforma para que a desvalorização do cruzeiro se efetivasse.

Para nós, seria interessante destacar alguns dos argumentos que foram utilizados nos ataques contra Instrução 70 porque representam manifestações de questionamento possível de eficiência do Pregão enquanto mercado nivelador de preços. Alegavam seus opositores que a nova sistemática de câmbio era um fator de inflação, injusto com a economia cafeeira, elemento favorável ao monopólio e anti-nacional(10).

Podemos desprezar os dois primeiros argumentos na medida em que o primeiro tem implicações com a política monetária e o segundo, como já vimos, com a orientação industrializante do Governo. Porém, como as divisas eram grupadas em vários lotes de diferentes valores, é perfeitamente plausível que a prática do leilão sacrificasse os pequenos e médios empresários na medida da sua debilidade concorrencial com aqueles de maior porte. O fato de existir um limite máximo de licitação por empresas não basta para neutralizar o argumento, pois um oligopólio atua sob o nome de várias firmas pertencentes ao mesmo grupo. Fica também sem resposta o fato de que os investimentos eram mais fáceis para os residentes fora do país e quase impossíveis para os nacionais; daí várias empresas, com dificuldades de se modernizarem e desenvolverem terem sido objeto de propostas de aquisição por grupos estrangeiros. Eram também comuns fornecimentos de equipamentos que chegavam como investimento estran

geiro e mais tarde eram transferidos às empresas nacionais através do mercado livre.

O mecanismo de leilão de divisas foi discriminado em três categorias: especial - com taxas proibitivas para supérfluos; geral - com taxas de mercado para produtos essenciais e; preferencial, ou câmbio de custo, para produtos privilegiados, como trigo, papel de imprensa, fertilizantes e petróleo. Esse sistema foi capaz de preencher satisfatoriamente a lacuna provocada pela ausência de uma política fiscal aduaneira e ao mesmo tempo de subsidiar, através do controle sobre a entrada de divisas provenientes do café, as exportações de algodão, cacau, óleos vegetais e minérios.

Em 1961, a política de "verdade cambial" elevou o custo do dólar de 100 para 200 cruzeiros e as licitações de divisas em Pregão foram reduzidas a apenas 20.000 dólares para importações de mercadorias de lixo e supérfluos não-essenciais.

Esses nove anos de prática de Pregão de câmbio reforçaram sua imagem de eficiência especialmente porque a "verdade cambial" não correspondia à institucionalização do câmbio livre, que permitiria uma confrontação entre as duas práticas.

## V. CONCLUSÃO.

Como resultado da política que nominalmente pretendia o fortalecimento do setor privado, criaram-se, a partir de 1964, expectativas favoráveis ao crescimento do mercado de ações do Brasil. As condições favoráveis ao fortalecimento do mercado de capitais, particularmente do mercado de ações, visavam alargar as possibilidades de financiamento das empresas através de fontes alternativas de financiamento, a prazo mais dilatados.

O grande impulso ao mercado de ações seria dado no início de 1969, com novas vantagens fiscais. Os incentivos tributários concedidos neste ano foram, sem dúvida alguma dos mais importantes, não apenas pela criação de um impacto psicológico favorável ao desenvolvimento do mercado de ações, mas, sobretudo, pelo estabeleci-

mento de condições para um desenvolvimento contínuo e firme das empresas ligadas a tal mercado.

Os resultados obtidos em 1969 foram dos mais significativos tanto pelo aumento do volume dos negócios e índices de rentabilidade verificados, quanto pelo aperfeiçoamento de mecanismos de mercado. No Rio de Janeiro, os negócios realizados com ações em Bolsa aumentaram de 560% em relação ao ano anterior. Para o conjunto das Bolsas do Rio e de São Paulo, o aumento verificado foi de aproximadamente 480%.

Neste ano, a rentabilidade para os investidores em ações também foi elevada, o índice de lucratividade da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (IBV) registrou um acréscimo de 230% em relação ao ano anterior, a maior variação observada desde 1960. A obtenção de tais resultados deveu-se aos incentivos governamentais assinalados, bem como à contribuição das Bolsas e das instituições que ali operam, no sentido de aprimorar o sistema de comunicação interna e de Pregões assim como a publicidade dada às suas atividades. Outra inovação implantada em 1969 foi a instituição, na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, do mercado a termo de ações, com prazo máximo de liquidação de 180 dias. Tais operações constituíram elementos importantes para a avaliação das expectativas dos negócios.

Ao esforço partido da área governamental no sentido de incentivar a utilização de fontes autônomas de financiamento, a Bolsa de Valores respondeu adotando uma política de introdução tecnológica que lograsse imprimir maior eficiência na condução das operações. Tal política se consubstanciou na alocação de vultosos recursos destinados à montagem de uma infra-estrutura operacional que permitisse atender às novas exigências ditadas pelo mercado.

O mercado passou a ser articulado basicamente por sistemas de processamento eletrônico (teleprocessamento) e telefônico, servindo o primeiro para suprir os participantes representados no recinto de toda a informação sobre o curso dos negócios e o segundo possibilitando a entrada no mercado pela transmissão das ordens de compra e venda, diretamente ao recinto, onde serão apregoadas.

O Pregão da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro voltou a ser si multâneo, através de negociações contínuas das 10 às 13:30 horas, sob o sistema de *trading post*. A antiga *corbeille* foi substituída por um dodecágono, onde funciona em cada um dos v̄rtices um setor de negociação, constituindo portanto doze setores. Cada setor é um posto de negociação e em cada posto é negociado um grupo de empre - sas registradas em Bolsa.

Através deste aperfeiçoamento procurou-se dar homogeneidade de distribuição dos trabalhos. Assim, as empresas foram agrupadas em postos por setor de atividade: Metalurgia, Bancos, Energia Elétrica, Refinarias e Petróleo, dois postos para Comércio, Indústrias Têxteis, dois postos para Gerais, Siderurgia, Alimentos e Bebidas e Diversos.

Passou a haver vários tipos de Pregão: o mercado principal, com títulos de maior negociabilidade; o mercado fracionário; o secundário ( para títulos de menor negociabilidade nos dois postos Gerais); e o mercado a termo.

Cada sociedade corretora (empresas que substituíram o corretor individual a partir de 1964) mantém até cinco operadores intermediários entre os investidores que efetuam operações de compra e venda de títulos de diferentes empresas. Fechada a operação entre dois operadores (comprador e vendedor), o último preenche um documento comprobatório da realização da operação, a registra no posto correspondente e, em seguida, digita as características da operação no terminal do computador.

O Centro de Processamento de Dados emite de 15 em 15 minutos a listagem das operações em um painel eletrônico, apesar do quadro negro haver sido mantido em respeito à tradição.

Terminais eletrônicos oferecem, através de simples digitação do teclado, todas as informações do Pregão no instante em que são efetuadas as operações graças a um computador IBM 370 de 4a. geração. É importante frisar, todavia, que todo este aparato tecnológico entrou em pleno funcionamento em 1972, quando a tendência baixista do mercado já era pronunciada.

O ambiente de elevada euforia que caracterizou o mercado de ações, desde 1969 até o final do primeiro semestre de 1971, provocou um aumento continuado nas cotações das ações negociadas nas Bolsas de Valores do país. O prolongamento do movimento altista conduziu operações de mercado das ações a níveis nem sempre compatíveis, para alguns papéis, com a realidade econômica-financeira das empresas. Esta situação pode ser quantitativamente caracterizada pelo exame da evolução de dois indicadores habitualmente utilizados para aferir o comportamento do mercado: o Índice de Lucratividade (IBV) e a média Preço/Lucro.

O Índice de Lucratividades (IBV) médio das ações negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro evoluiu positivamente do valor de 128,6, em janeiro de 1971, a 312,5 em junho do mesmo ano. Simultaneamente, a média Preço/Lucro do mercado se manteve em níveis extremamente elevados, que oscilaram em torno de 29,3, durante o semestre em questão, tendo atingido o ponto máximo do triênio 71/73, em abril de 1971, ao registrar o valor de 35,6%. O mês de julho de 1971 marcou o início do processo de reversão do comportamento do mercado. A partir daí, o Índice de Lucratividade (IBV) se manteve em queda contínua.

Por outro lado, a média Preço/Lucro que se manteve mais ou menos estável durante o ano de 1971 declinou significativamente a partir de março de 1972, observando-se esta queda até o final de 1973, quando fixou-se em 8,1.

Cabe ressaltar o fato de que as empresas com ações negociadas no mercado mantiveram os elevados níveis de lucros que se vinham verificando a partir de 1968. A queda da relação Preço/Lucro, portanto, se deu basicamente em função do aviltamento dos preços das ações no mercado.

No que tange ao volume de negócios constatou-se, na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, uma substancial concentração no período compreendido entre os meses de março e agosto de 1971. Este fenômeno, observado sob a ótica dos princípios básicos da análise técnica pode ser interpretado como resultante da movimentação dos " insi-

ders", desfazendo posições cujos níveis de risco eram muito grandes face às lucratividades extremamente elevadas observadas.

Nos períodos subsequentes, a liquidez do mercado sofreu quedas praticamente contínuas, com as negociações concentrando-se em torno de algumas "blue chips". Em 1972, ao alcançar a cifra de Cr\$ 643 milhões, o mercado marcou um decréscimo de 45% em relação ao ano anterior e, em 1973, um volume médio de negócios da ordem de Cr\$ 166 milhões representou uma queda de 74% em relação ao ano precedente e de 86% em relação a 1971.

Dentre os fatores que explicam o fenômeno já descrito, de reversão do comportamento do mercado de ações no período de 1971-73, merece destaque a expansão, por demais elevada, do volume autorizado de lançamentos para a oferta pública.

Algumas operações de "underwriting" só lograram obter êxito em função de uma conjuntura de mercado muito favorável, em que o clima de euforia relegava a segundo plano o emprego de critérios técnicos mais adequados que sedimentassem as decisões de investimento. Em consequência, os preços em Bolsa de grande número de papéis lançados no mercado primário passaram a ser objeto de fortes movimentos especulativos.

Na realidade, o incremento de papéis novos lançados ao público, não se compatibilizou com a capacidade de absorção do mercado já extremamente pressionado por elevadas chamadas de capital, em grande parte concentradas em determinadas épocas do ano, efetuadas por empresas tradicionais em Bolsa. Várias instituições financeiras por superdimensionarem a capacidade de demanda do mercado, contrataram lançamentos firmes para os quais tiveram dificuldades de colocação junto ao público, obrigando-se a manter carteiras próprias formadas por um grande número de ações com baixos índices de negociabilidade. Carteiras assim constituídas, passaram a gerar problemas não só para as instituições que as detinham, mas também para o mercado em geral, na medida em que forçavam tais instituições, na busca de melhores níveis de liquidez, a trocar posições a preços aviltados.

Ao nível do mercado de títulos que representam direito de propriedade das empresas, a teoria tem evoluído, sobretudo a partir do início da década de 60, para a identificação de caminhos que permitam desvendar a natureza e as leis gerais de comportamento associadas ao processo de formação de preços. A hipótese da eficiência do mercado, nas diferentes formulações em que é apresentada, estabelece que os preços das ações "refletem plenamente" todas as informações disponíveis. Esta é a hipótese do "modelo de jogo justo" (*Fair Game Model*). Um arsenal relativamente amplo de testes associados às diferentes formas em que a hipótese aparece elaborada, tem refletido grande parte das preocupações acadêmicas a respeito do tema, sobretudo, a partir do acesso a um largo volume de séries históricas produzida com o emprego extensivo da computação eletrônica.

Desde Bachelier, que em 1900 concluiu, através de estudos sobre o comportamento dos títulos, que os lucros esperados pelos especuladores tendia a zero - até que a era do computador gerasse o ímpeto dos levantamentos de longas séries históricas - era necessário encontrar uma teoria que tornasse mais fácil o julgamento dos resultados empíricos obtidos,

Alterações nos preços das ações não precisam ter necessariamente uma distribuição normal, porém a única maneira de um investidor ter retornos acima da média é dispor de uma informação que não é acessível a todos os outros investidores. A lentidão no ajustamento dos preços em relação às novas informações permite ganhos acima da média simplesmente porque esta informação foi utilizada quando ainda não estava refletida no preço das ações. Constata-se que há na hipótese de mercado eficiente uma íntima ligação com a existência de um sistema capaz de recolher, tratar e disseminar informações relevantes para todo o mercado.

No Brasil, a ineficiência do mercado está associada à deficiência do sistema de informações que permite a determinados investidores se beneficiarem do acesso a informações que são mais tarde se tornarão públicas. As informações dos "insiders" garantem-lhes, assim, retornos extraordinários em suas aplicações em detrimento de outros investidores menos informados.

A hipótese de que a análise técnica pode obter resultados satisfatórios com o emprego de gráficos confirma a hipótese da ineficiência, em casos de mercados menos evoluídos como o nosso. As fricções que se verificam através da existência de um esquema de trocas de curto prazo (diariamente ou de um dia para outro) permite uma flutuação de preços que desacredita a estratégia de comprar e reter (buy-and-hold) pois a taxa de retorno passa a ser associada à incerteza da estrutura de preços no final do período.

O predomínio de oligopólios entre os intermediários financeiros, deficiências regulatórias e a debilidade do sistema de informações entre as unidades geradoras e os agentes demandadores inibem a eficiência do mercado. Há que reconhecer que a concentração do sistema financeiro, nos anos recentes, tem permitido a obtenção de "lucros de monopólio" o qual acarreta retornos acima da média do "lucro econômico" do pequeno investidor. Com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (C.V.M) certamente a prática de abertura de informações será favorecida. Além disto, há uma relação positiva entre o montante de recursos aplicados em análise de investimento objetivando ganhos futuros e o nível resultante de eficiência do mercado, é a circularidade do paradoxo da eficiência.

Porém, se retomamos a questão do Pregão propriamente dito, podemos prever a tendência de fortes alterações na sua estrutura, capazes de desfigurá-lhe as características tradicionais. Um mercado central acompanhando a evolução das técnicas de processamento de dados e das telecomunicações a nível nacional pode permitir a uniformização de informações das diferentes bolsas. A proposição dos princípios equitativos de comércio, a prevenção contra práticas manipuladoras e a proteção dos investidores - propósitos do Pregão de há 100 anos, vem sendo buscadas hoje através de uma efetiva indústria de informações que corresponde ao nível de exigência de aumento da eficiência operacional do mercado.

\*            \*  
\*  
\*  
\*

## BIBLIOGRAFIA

- FAMA (Eugene F.), Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, 25 (2) : 383-417, May 1970.
- LEVY (Maria Bárbara), *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977.
- MEIRE (Roberto R.), *Bolsa de Valores, noções gerais*, Rio de Janeiro. BVRJ. 1973.
- SANTOS (João Regis R.), Uma nota sobre mercado eficiente e sistema de informações. *Revista da ABAMEC*, nº 28, mai-ago 1977.
- SPRECHER (C.Ronald), *Introduction to investment management*, Boston Houghton Mifflin, c1975.

\*        \*

\*

## INTERVENÇÕES

Da Profa. *Amazile Holanda Vieira* (UFSC)

Perguntou:

"Quais as razões do boom brasileiro e a conseqüente perda de capital por parte de muitas pessoas?"

\*

Do Prof. *Francisco Vidal Luna* (FEA/USP)

Disse:

"Não entendo como em qualquer mercado de capitais possa ser buscada a eliminação da especulação, pois esta é o elemento fundamental da liquidez de ativos".

\*

Do Prof. *Ibrahim João Elias* (FEA/USP)

Indaga:

"O preço de uma ação depende somente da informação?"

Do Prof. *Nelson H. Nozce* (FEA/USP)

Pergunta:

"Gostaria de saber se a professora acredita que a sofisticação do sistema de pregão reduz a especulação?"

\*

Do Prof. *Leonardo Trevisan* (São Paulo)

Declara:

"Sabendo-se que a finalidade básica do jogo da bolsa é a geração de capitais, pergunta-se, historicamente este capital apareceu?

Com as modificações após 1964, poderíamos falar em ampla concentração de capitais, que verdadeiramente facilitaram a penetração e inversão plena de capitais estrangeiros?"

\*

Do Prof. *Jobé Jobson de A. Arruda* (FFLCH/USP)

Disse:

"Sua explicação para o Crack de 1971 deu-me a entender que o boom foi criado artificialmente e que no perde-ganha a renda foi re distribuída internamente. Pergunto: Não houve possibilidade de es - travasamento para o exterior através da participação de capital es trangeiro?"

\* \*

\*

#### RESPOSTAS DA PROFESSORA MARIA BÁRBARA LEVY.

Respondeu:

À Profa. *Amazile Hollanda Vieira*.

"Acredito que no texto completo do trabalho as conclusões es - clareçam sobre este processo de aspectos tão controvertidos. É, po - rém, importante frizar que não há perdas de capital no jogo de bol - sa em termos agregados. Se muitos perdem, outros poucos ganham".

\*

Ao Prof. *Franísco Vidal Luna*.

"A hipótese de mercado eficiente, segundo modelo de jogo justo

(*Fair Game Model*), classifica como ganho especulativo os retornos acima da média de investidores privilegiados em relação aos demais participantes do mercado. Fixado este critério, a expectativa de ganhos futuros, assegurada pela liquidez é a finalidade do mercado de ações assim como qualquer outro mercado financeiro".

\*

Do Prof. *Ibrahim João Elias*.

"A problemática do *full disclosure* associada à análise do processo de formação dos preços das ações que resultou na formulação da hipótese do mercado eficiente postula que o preço das ações refletem plenamente todas as informações disponíveis.

Daí derivam duas questões básicas:

1º) Sobre que informações os testes devem se concentrar? A "indústria de informações" implica na oferta de um aspecto efetivamente variado de dados e informações, muitos dos quais de natureza qualitativa.

2º) Quando a nova informação se torna amplamente disponível? Normalmente as informações atingem o mercado segundo *timings* aleatórios. Em consequência destas dificuldades, dois tipos de informações têm concentrado atenção: as bonificações em ações e o lucro por ação".

\*

Ao Prof. *Nelson H. Nozoe*.

"A cada etapa de desenvolvimento das economias de mercado tem correspondido uma mecânica operacional uniformizadora de preços. A eficiência jamais é absoluta, sempre como um sentido, uma tendência. O pregão apresenta sinais de obsolescência e, em mercados mais sofisticados, a introdução de técnicas de processamento de dados e das telecomunicações a nível nacional, criou um mercado central. Podemos prever fortes alterações na sua estrutura do Pregão, capazes de desfigurar-lhe as características tradicionais".

\*

Do Prof. *Leonardo Trevisan*.

"A presença e a força crescente das subsidiárias das empresas multinacionais do Brasil pode significar sobretudo o resultado do poder e flexibilidade financeira que estas empresas têm em relação às empresas nacionais, do que propriamente uma eficiência e tecnologia fora do alcance destas últimas. Assim, as empresas multinacionais podem utilizar sua capacidade financeira tanto para infiltrar-se em setores da economia quanto para dominar estes mesmos setores que têm capacidade gerencial nacional".

\*

Ao Prof. *José Jobson de A. Arruda*.

"As vantagens financeiras das empresas multinacionais se originam da sua capacidade em obter financiamentos maiores a um custo mais baixo. A escala das empresas multinacionais, suas ligações com o sistema financeiro internacional e sua capacidade em atuar como um sistema integrado devem conduzir a um comportamento financeiro diferente daquele adotado por uma empresa que opera em um só país.

As empresas multinacionais não conseguiram acesso a algumas importantes fontes de financiamento e investimento, a fim de diminuir as vantagens financeiras. No entanto, considerações sobre o balanço de pagamentos existentes em várias leis dão maior incentivo às empresas multinacionais do que às empresas nacionais, no que diz respeito à utilização de fundos gerados internamente na empresa (recursos próprios) para o financiamento de novos investimentos, em lugar de pagá-los como dividendos.

A ausência de restrições setoriais sobre investimento estrangeiro no Brasil permite que 71% das subsidiárias norte-americanas tenham cerca de 90% a 100% do capital acionário controlado pela matriz. Apenas 13% têm interesse minoritários entre 25% e 49% do capital total, apesar dos incentivos das leis já mencionadas. As empresas multinacionais obviamente apresentam forte tendência a manter seu capital fechado à participação nacional, no Brasil e no resto do mundo. Esta falta de abertura não deve ser atribuída principalmente à dificuldade de aplicação às empresas multinacionais

de incentivos fiscais para sociedades anônimas de capital aberto. O fato de as empresas multinacionais reterem o controle sem participação nacional lhes possibilita não só maior flexibilidade em políticas internas - maximizando sua lucratividade como um todo -, mas também um estilo de gerência mais simples e autoritário. Este controle evita ainda conflitos naturais entre os interesses das empresas multinacionais e dos acionistas minoritários, no que concerne às decisões sobre o pagamento de dividendos *versus* o reinvestimento de lucros, autorização de pagamento para assistência técnica, e o estabelecimento de preços de vendas de bens ou serviços entre a matriz e a filial".