

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**RECONSTRUÇÃO DO CASO NAHAS E A QUEBRA DA BOLSA DE
VALORES DO RIO DE JANEIRO EM 1989**

Ana Eugenie Icarahy de Thuin

Nº. de matrícula: 0713414

Orientador: Carlos Viana de Carvalho

Junho de 2013

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**RECONSTRUÇÃO DO CASO NAHAS E A QUEBRA DA BOLSA DE
VALORES DO RIO DE JANEIRO EM 1989**

Ana Eugenie Icarahy de Thuin

Nº. de matrícula: 0713414

Orientador: Carlos Viana de Carvalho

Junho de 2013

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

“Depois de ler o seu trabalho sobre o caso Nahas, estou convencido de que é a melhor e mais completa abordagem sobre o assunto.”

Francisco Borges de Souza Dantas

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Quadro econômico brasileiro de 1974 a 1984.....	05
Tabela 2 - Taxa de inflação mensal (IPC) - 1988 e 1989.....	07

Lista de Imagens

Imagem 1 - Volume financeiro da Bolsa do Rio em 1989.....	18
Imagem 2 - Poder de compra do R\$ em 1994.....	19

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Índice Bovespa de 1988 e 1989.....	07
Gráfico 2 - Taxa de inflação mensal (IPC) de 1988 e 1989.....	08
Gráfico 3 - Taxa de juros - CDB - (% a.m.).....	13

SUMÁRIO

1. Introdução.....	02
2. Revisão de Literatura Existente.....	04
3. Cenário Econômico e Reconstrução do Episódio.....	05
4. Descrição da Operação.....	11
5. Consequências Diretas.....	14
5.1 Contenção de despesas.....	17
6. Reestruturação do Mercado.....	20
6.1 Reabertura do mercado de futuros e suas novas regras.....	21
6.2 A Nova Lei das S.As.....	23
7. Entrevistas.....	25
7.1 Francisco de Souza Dantas, presidente da BVRJ a partir de julho de 1989.....	25
7.2 Newton Kleber de Thuin, investidor e diretor da corretora Beta.....	32
8. Comparação com Outros Casos.....	34
9.1 O Caso da Prata.....	34
9.2 O Caso Enron.....	35
Conclusão.....	37
Referências Bibliográficas.....	39

1. Introdução

Este trabalho busca estudar as operações do grande investidor Naji Robert Nahas, um libanês, naturalizado brasileiro, que levou a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro à quebra, depois de ter emitido um cheque sem fundos no valor de NCz\$ 39 milhões, no dia 9 de junho de 1989. O estudo aborda a conjuntura resultante da dinâmica de suas operações, contemporâneas à fragilidade do mercado de capitais na época, e à forte rivalidade existente entre as Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e a de São Paulo. A concomitância destes fatores permitiu que uma única pessoa física causasse tamanho impacto sobre os mercados carioca e paulista. Neste projeto, o episódio é reconstruído historicamente, e é feita uma análise sobre a operação, suas consequências no mercado de capitais, e as falhas do sistema que permitiram que algo de tal magnitude ocorresse.

Este é um estudo fundamental para uma melhor compreensão do comportamento da bolsa de valores e das instituições que a cercam, entendendo como o mercado pode ser manipulado em situações extremas e mostrando algumas das motivações que levaram as instituições a terem métodos de controle de risco de crédito mais rígidos atualmente, evitando lacunas como as que foram encontradas pelo Sr. Naji Nahas. É importante enfatizar que a partir de então, viu-se necessário instituir um melhor controle sobre o mercado de capitais, que desde então foi aprimorado.

Além disso, este estudo é importante para que economistas brasileiros entendam o enredo que culminou com a perda da vitalidade da BVRJ, e a consequente migração total da Bolsa de Valores para São Paulo. Nos capítulos finais veremos as diversas medidas adotadas pelo novo presidente da BVRJ, o Dr. Francisco Dantas, com o objetivo de tentar recuperar a Bolsa carioca, abalada pelos danos causados pelo especulador, e evitando que a antiga rivalidade entre a Bovespa e a BVRJ viesse a extinguir a última.

O trabalho também faz uma comparação do Caso Nahas com outros casos parecidos nos quesitos manipulação de preços, e falha no controle de risco de crédito, em diferentes épocas, e em outros países. O Caso Enron é um dos casos abordados, podendo ser comparado devido à manipulação de seu balanço financeiro, que permitia que os preços de seus contratos fossem artificialmente inflacionados, levando o mercado a severos danos no ano de 2000. Outro caso interessante com o qual o episódio em questão é comparado, é o Caso da Prata, na década de 80, em que o próprio Sr. Nahas

participou, junto aos irmãos Hunt, inflacionando brutalmente o mercado de prata mundial, de forma a manipular os preços, criando uma bolha especulativa.

2. Revisão de Literatura Existente

Há poucos documentos sobre o episódio, por isso, uma importante motivação é desenvolver um projeto detalhado sobre a operação e suas consequências, de forma que o Caso Nahas, tão marcante na história econômica do Rio de Janeiro fique documentado. Um dos relatos disponíveis é o livro “O Último Pregão – O caso Nahas, A Crise nas Bolsas, A nova lei das S.A.s, e o Novo Mercado”, de Carlos A. H. Brum, um economista, analista do mercado de capitais e consultor de valores imobiliários.

Para situar o trabalho no cenário econômico da época, é utilizado o texto de Eduardo Modiano, "Terceiro Choque x Primeiro Pacto", as notas de aula do professor Luiz Roberto Cunha, da matéria Economia Brasileira Contemporânea II, e o livro “A Ordem do Progresso”, de Marcelo de Paiva Abreu.

O website do Banco Central e o website Ipeadata foram importantes fontes de obtenção de dados pontuais para análise de fatos observáveis, como índices de inflação e taxa de juros, e desenvolvimento de gráficos e tabelas.

Outra fonte importante para o estudo é uma série de artigos de jornal, datados entre agosto de 1989 (1 mês após o episódio), até dezembro de 1991, disponibilizados pelo próprio Dr. Francisco de Souza Dantas, presidente da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro após o “Escândalo Nahas”.

Uma última, e mais importante fonte informacional para o trabalho é resultado de uma série de entrevistas feitas com pessoas diretamente envolvidas no caso. Em especial, entrevistas feitas com o Dr. Francisco Dantas e o Dr. Newton de Thuin, que cederam muitas horas e muitos dias para disponibilizar informações importantes.

3. Cenário Econômico e Reconstrução do Episódio

Na década de 1980, a economia mundial foi significativamente marcada pelo segundo choque do petróleo, que causou enormes mudanças na estrutura econômica geral. Os custos de produção aumentaram consideravelmente, elevando as taxas de inflação na maioria dos países industrializados. O cenário mundial era de forte retração econômica, impactando diretamente na economia brasileira, que já possuía uma enorme dívida externa e um déficit do balanço de pagamentos. Diversas medidas foram adotadas para contornar a recessão no Brasil, que de 1981 a 1984 teve um forte controle dos gastos do governo, contenção salarial, aumento da arrecadação do governo, e aumento da taxa de juros. Contudo, o conjunto destas alterações no setor público causou uma contração ainda maior do Produto Interno Bruto brasileiro, sendo necessário que se desenvolvesse políticas e planos com o intuito de acelerar o crescimento do PIB, e frear a hiperinflação brasileira. Na Tabela 1, extraída das notas de aula do professor da PUC-Rio, Luiz Roberto Cunha, da matéria Economia Brasileira Contemporânea II, há um resumo do quadro econômico brasileiro de 1974 a 1984. Em 1984 a inflação chegou a atingir 223,9%.

Tabela 1 - Quadro econômico brasileiro de 1974 a 1984							
	PIB %	IND %	INFL. % IGP/DI	BAL.COM. US\$ mil.	C/C US\$ mil.	DÍV.EXT US\$ bil.	DIV.INT.FED % PIB
1974	9	7,8	34,55	(4.690,3)	(7.122,4)	17,2	4,6
1980	9,1	9,1	110,24	(2.822,8)	(12.807,0)	53,8	6,7
1981	(3,1)	(10,4)	95,18	1.202,4	(11.734,3)	61,4	12,6
1982	1,1	(0,4)	99,71	780,1	(16.310,5)	70,2	16,1
1983	(2,8)	(6,1)	211,02	6.470,4	(6.837,4)	81,3	21,4
1984	5,7	6,1	223,90	13.089,5	44,8	91,1	25,3

Fonte: CUNHA, Luiz Roberto. 1985/1989 – Redemocratização e os Planos de Estabilização Fracassados (Ou Esperança, Frustração e Aprendizado: A História da Nova República)

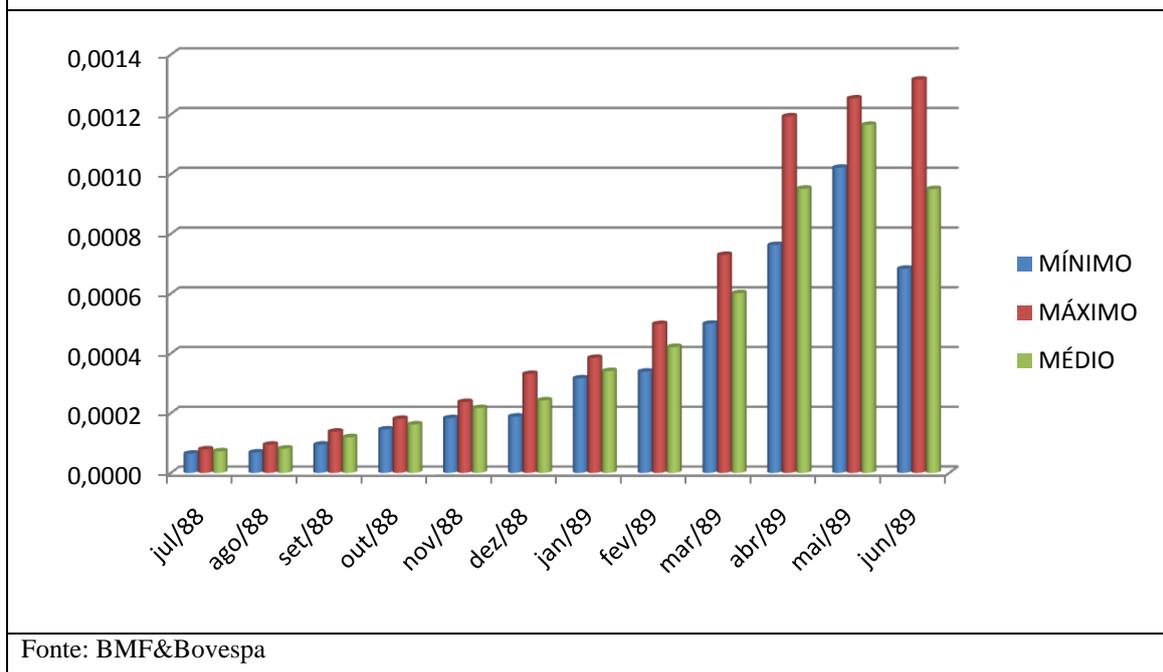
De 1985 a 1989 foram desenvolvidos diversos planos econômicos no mundo para combater os altos níveis de inflação vigentes, como o plano Austral na Argentina, e o Programa de Estabilização em Israel. No Brasil, os preços relativos na economia estavam desequilibrados e distorcidos, acompanhados de uma altíssima demanda agregada que precisava ser reduzida. Com a instituição do Plano Cruzado, implementou-se um ajuste salarial, que causou um aumento dos salários reais e uma consequente elevação do nível consumo. Com a demanda maior do que a oferta interna

poderia suprir, as importações aumentaram, e o excedente que seria exportado foi reduzido, causando uma redução ainda maior no saldo da balança comercial brasileira. O Plano Cruzado foi um plano heterodoxo, assim como os outros dois planos de recuperação instituídos durante o governo de José Sarney, congelando preços e salários, instituindo altas taxas de juros reais (com a intenção de retrainir o consumo), introdução das novas moedas - o cruzado e o cruzado novo - e a formalização de diversas cartas de intenção ao FMI (que não foram cumpridas). O resultado final do Plano Cruzado foi uma crise da dívida externa, que levou o Brasil a declarar moratória em 1987. Os Planos Cruzado e Verão foram bastante semelhantes, com congelamento de preços por tempo indeterminado, enquanto o Plano Bresser tentou estabelecer uma desindexação gradual e parcial.

Os Planos Cruzado, Bresser, e Verão não foram, portanto, bem sucedidos, não conseguindo conter a economia brasileira. No Plano Verão, instituído em janeiro de 1989, o câmbio foi desvalorizado, e foi estabelecida uma forte política monetária visando a redução do consumo, reduzindo o crédito ao setor privado, e aumentando as taxas de juros reais, entre outras medidas.

Dado o cenário altamente volátil, o mercado de ações atuava sob alto nível de incerteza quanto à economia em si, e quanto às políticas governamentais, especialmente no que se referia à estabilização de preços e salários. Somado a esta característica marcante da economia da época, no dia 2 de julho de 1988, foi aprovada pelo Conselho de Administração da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, uma nova forma de financiamento para aqueles que negociavam no mercado acionário: as operações chamadas D-Zero, em que a liquidação dos contratos poderia ocorrer instantaneamente após o fechamento de cada contrato, através de financiamentos bancários, e não mais depois de cinco dias úteis, como era feito até então, o chamado D+5. Ou seja, no mesmo dia em que firmassem a operação, o valor total poderia ser pago ao vendedor, e as ações seriam transferidas ao comprador. No gráfico 1 temos o índice Bovespa de julho de 1988 até junho de 1989, onde é possível verificar a trajetória ascendente das ações neste período.

Gráfico 1 – Índice Bovespa 1988 e 1989

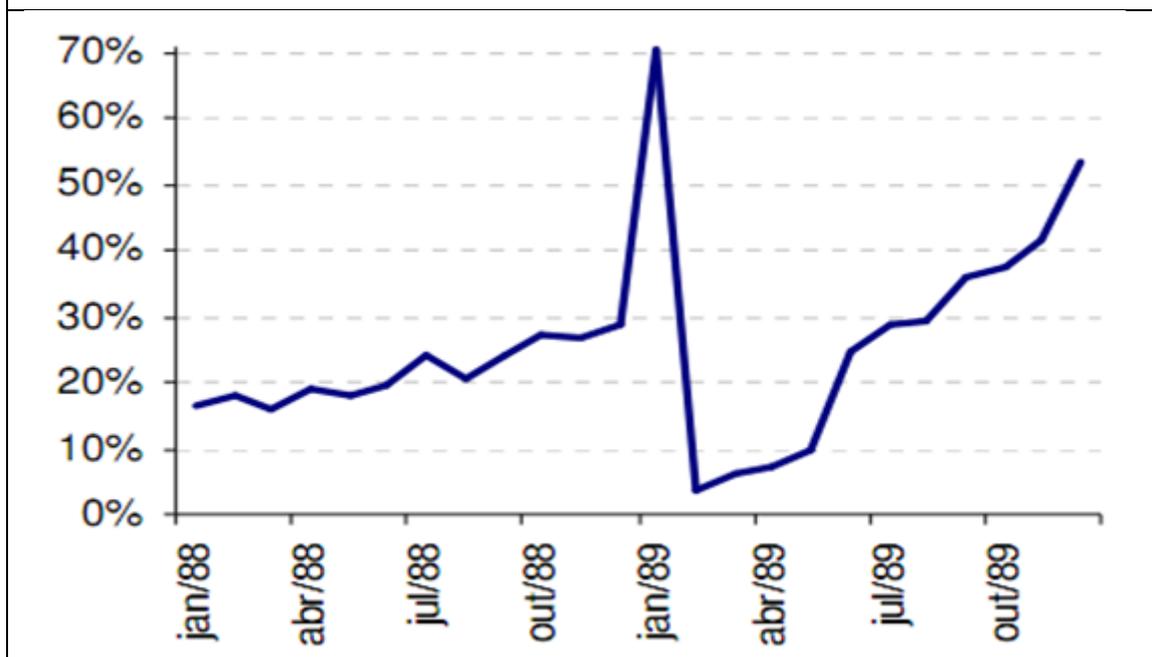


Na tabela 2 e no gráfico 2, é destacada a inflação dos anos 1988 e 1989, que apresentava patamares significativamente altos. A conjuntura econômica de inflação elevada e constante alta das ações (visto no gráfico acima) tornava o D-Zero um meio extremamente rentável para o especulador, que poderia comprar ações e opções através de financiamentos (mesmo sem possuir o capital necessário), e em seguida revendê-las, pagando o financiamento somente após cinco dias úteis, ou depois do período acordado entre as partes.

jan-88	16,51%	jan-89	70,28%
fev-88	17,96%	fev-89	3,60%
mar-88	16,01%	mar-89	6,09%
abr-88	19,28%	abr-89	7,31%
mai-88	17,78%	mai-89	9,94%
jun-88	19,53%	jun-89	24,83%
jul-88	24,04%	jul-89	28,76%
ago-88	20,66%	ago-89	29,34%
set-88	24,01%	set-89	35,95%
out-88	27,25%	out-89	37,62%
nov-88	26,92%	nov-89	41,42%
dez-88	28,79%	dez-89	53,55%

Fonte: IBGE. Base Dez/90 = 100.

Gráfico 2 - Taxa de inflação mensal (IPC) - 1988 e 1989



Fonte: IBGE. Base Dez/90 = 100.

O volume da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro foi progressivamente aumentando, e muitos críticos afirmavam que este movimento se devia às operações D-Zero, por atrair especuladores para a BVRJ. Na época, acreditava-se haver certa rivalidade entre as Bolsas carioca e paulista, e estas operações permitiram que a BVRJ superasse o volume negociado na Bovespa, que implementara medidas restritivas com o objetivo de reduzir ações especulativas nos contratos de opções. Estas medidas cumpriram seu objetivo, e afastaram investidores com perfil de especuladores. No entanto, eles se deslocaram para a BVRJ, que não adotou a mesma postura, além de facilitar a atividade especulativa. Em reportagem desenvolvida pelos jornalistas Coriolano Gatto, Cristina Calmon, e Sônia Araripe, publicada no Jornal do Brasil, do dia 10 de Março de 1989, foi relatado:

Nahas chegou a fazer esse tipo de operação em São Paulo, onde costumava operar, mas como o conselho da Bovespa proibiu operações especulativas, ele resolveu transferir seus negócios para o Rio. E o mercado carioca não tem o que reclamar: em dois meses de atuação mais ativa no Rio, Nahas pagou US\$ 3 milhões em corretagem. Ou seja, fez negócios da ordem de US 600 milhões. O Conselho da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro tem conhecimento do jogo arriscado colocado em marcha. (GATTO; CALMON; ARARIPE, 1989, apud. BRUM, 2002, p.22)

O assunto foi muito discutido e diversas vezes foi apontado o risco de se facilitar a formação de preços artificiais, dado que o movimento das ações não representava uma compra e venda real das mesmas, mas apenas um movimento especulativo. Contudo, a antiga rivalidade entre as bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo instigava o desenvolvimento de incentivos que atraíssem investidores para o Rio. Podemos ver abaixo um trecho do artigo do Jornal do Brasil do dia 13 de Agosto de 1989, em que suspeitam que a Bolsa do Rio de Janeiro tenha usado as operações D-Zero para atrair investidores e reconquistar sua posição no mercado:

No início da década de 80 a Bolsa do Rio perdeu a liderança para a concorrente quando foi lançado, com sucesso, em São Paulo, o mercado de opções. Desde o ano passado os dirigentes da BVRJ vinham se empenhando para reconquistar a hegemonia. Facilitou a vinda de grandes especuladores, como Naji Nahas, estimulando as operações D-Zero – quando a compra e venda é fechada no mesmo dia, com recebimento antecipado e o pagamento depois de cinco dias úteis. Conseguiu passar a frente da Bovespa, mas o feitiço virou contra o feiticeiro.

A verdadeira cadeia da felicidade desmoronou quando os bancos tiraram o crédito de Naji Nahas e as duas bolsas entraram em crise. Mesmo a de São Paulo, que tinha atraído os especuladores no início dos anos 80 e depois resolveu evitá-los de todo jeito a partir de 87. (Jornal do Brasil, 1989, p.36)

Diferente de outros especuladores, o Sr. Naji Nahas operou D-Zero em outro patamar, combinando-a com a operação que ficou conhecida como Zé-com-Zé, em que se comprava e vendia ações para si mesmo, através de “laranjas”, de forma a manipular a alta artificial das ações. Cadenciando a D-Zero, com a Zé-com-Zé, o Sr. Nahas operava sem precisar usar seu próprio dinheiro, alavancando o mercado, e direcionando-o para onde fosse mais proveitoso para ele mesmo, que no caso era manter as ações sempre em alta. Na época, o mercado brasileiro ainda não estava aberto para investimento estrangeiro, sendo, portanto, um mercado somente interno, e, conseqüentemente, consideravelmente pequeno. Como o Sr. Nahas também operava no mercado futuro, e adquiriu um controle do mercado forte o suficiente para que pudesse, praticamente, ditar os preços das ações (dado que comprava e vendia para si mesmo, e representava sozinho, uma grande parcela do mercado), podia fazer precisões mais exatas dos preços futuros, e ter maior rentabilidade resultante de suas operações.

Enquanto a Bolsa de Valores de São Paulo desenvolvia medidas para se proteger de especuladores (o que inclusive incentivava muitos deles a transferir suas operações

para o Rio), a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro não fazia o mesmo, buscando aumentar seu volume negociado, para restabelecer seu lugar como principal Bolsa de Valores brasileira. Uma importante medida da Bovespa foi exigir que ao menos 30% do valor total da operação fosse pago um dia após o fechamento do contrato, o que desincentivava novos financiamentos de caráter especulativo. Esta medida não foi instituída no Rio de Janeiro.

O então presidente da Bolsa de Valores de São Paulo, Sr. Eduardo da Rocha Azevedo, convencido de que o esquema do investidor não se sustentaria, pressionou os bancos a pararem de financiar as operações do Sr. Naji Nahas. À época, como a BVRJ não tomou medidas preventivas contra especulação, e a CVM não tinha poder e estrutura suficientes para fiscalizar o mercado de forma eficaz, o Sr. Rocha Azevedo teve que alertar os bancos (que por si, já percebiam ser necessária tal atitude) sobre os riscos dos financiamentos feitos ao Sr. Nahas. Na manhã do dia 9 de Junho de 1989, Nahas teve seu pedido de financiamento negado pelo Planibanc, dirigido por Luiz Carlos Plaster, que costumava financiar suas operações, mas foi obrigado a negar ajuda. Em seguida, os outros bancos que costumavam participar ativamente do financiamento de suas operações também negaram ajuda. Seriam estes o Banco Mercantil de Crédito (BMC), Bozzano Simonsen, Citibank, e o Banco Pontual. Como consequência imediata, o cheque de NCz\$ 39 milhões, sem fundos, emitido pelo Sr. Naji Nahas para pagar financiamentos contraídos com D-Zero, abalou o mercado, e a partir desta data, conhecida como “Sexta Feira Negra”, foi necessário se iniciar um processo de tentativa de recuperação da Bolsa carioca e das instituições do mercado financeiro, que tiveram enormes prejuízos.

A pressão da Bovespa, a consequente dificuldade de financiamento, e as altas taxas de juros tornaram a situação do investidor bastante delicada. Tornou-se impossível que o Sr. Nahas honrasse suas posições, e, portanto, os bancos e corretoras que faziam o intermédio de suas operações e que as financiavam foram obrigados a reter os seus papéis, com preços, até então, muito elevados artificialmente, somando um déficit de NCz\$ 500 milhões.

Nos capítulos a seguir, a operação em si, seu desfecho, e suas consequências serão detalhados.

4. Descrição da Operação

Como foi visto no capítulo anterior, em 1988 foi criada uma nova forma de financiamento bancário, de forma que ações poderiam ser liquidadas no mesmo dia do fechamento do contrato, e o investidor somente efetuaria o pagamento deste financiamento cinco dias úteis depois do contrato ter vencido. O Sr. Naji Nahas encontrou uma falha no sistema, a partir da qual foi possível organizar suas operações. Começou a comprar papéis através destes financiamentos, revendendo-os para si mesmo, através de seus “laranjas”, que financiavam o contrato da mesma forma, sem comprometer recursos próprios.

Com esta movimentação, o Sr. Nahas formava uma espiral ascendente dos preços das ações, especialmente as da Vale do Rio Doce e Petrobrás, interferindo no equilíbrio natural de oferta e demanda. A excessiva demanda criada no mercado por ele inflacionava os preços artificialmente, e mantinha as ações de sua carteira de investimentos em alta.

O mercado brasileiro, ainda fechado a investimentos estrangeiros, era notavelmente pequeno, de forma que o Sr. Nahas, como investidor, representava uma parcela relevante do mercado, a ponto de suas operações interferirem significativamente na formação de preços de ações. Portanto, ele operava de forma a manter uma alta constante. Isto lhe assegurava uma considerável consciência sobre os níveis de preço no mercado de futuros, e pudesse levar suas operações adiante. Assim, o Sr. Nahas pôde realizar previsões mais exatas de cenários futuros, e investir mais intensamente no mercado de opções. Ele atuava, portanto, majoritariamente na ponta de compra, apostando na alta dos papéis, e realizando lucros substanciais no mercado de opções, que eram o seu maior alvo, devido ao maior retorno.

Economistas da época, incluindo o ex-presidente da CVM, Arnoldo Wald, muito temiam e discutiam a concentração consequente das operações D-Zero. Foi inclusive apontado pelo Sr. Wald que este tipo de operação não seria saudável, por causar uma distorção no real movimento de oferta e demanda de ações. Contudo, o Sr. Wald acreditava que a função de averiguar o grau de concentração de operações D-Zero no mercado era da própria Bolsa, e não da CVM, que na época não tinha tamanho, nem poder suficientes para realizar tal função. A Bolsa do Rio reconhecia a concentração do mercado acionário nas mãos de poucos investidores, mas afirmava que a concentração não era excessiva o suficiente a ponto de ser necessária uma intervenção.

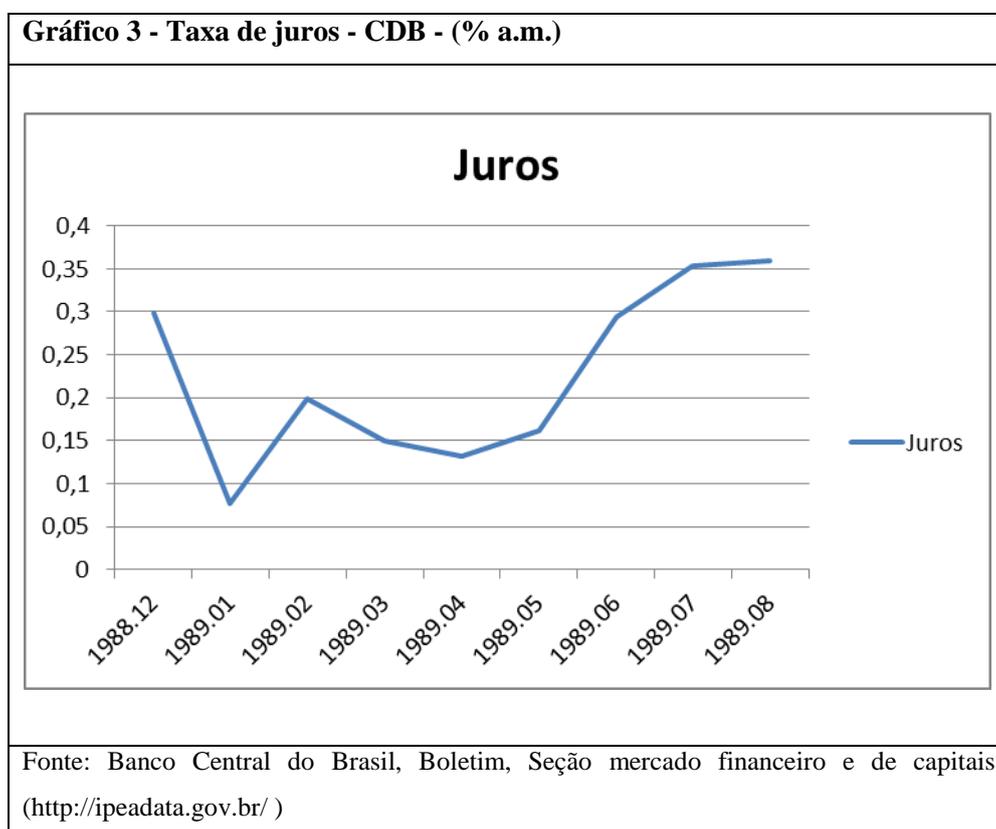
Para exemplificar simplificadamente uma operação do Sr. Naji Nahas, combinando D-0 com Zé-com-Zé, suponhamos que em D-0, o Sr. Nahas dê uma ordem de compra de 2.000.000 de papéis da Vale, cada um a NCz\$ 35,00. Isto quer dizer que em D+5 o Sr. Nahas deverá pagar a quantia de NCz\$ 70.000.000,00, e receber os papéis negociados. Contudo, em D+5, o Sr. Nahas quer vender estes papéis, que agora valem NCz\$ 36,00 cada. Como ele deve pagar à corretora os papéis comprados, antes de vendê-los, e não pode, ou não quer subtrair esta quantia de seus próprios recursos, ele segue o seguinte roteiro: negocia com um banco um financiamento de NCz\$ 72.000.000,00 (que é equivalente ao valor que vai receber em D+5, resultante da operação de venda dos papéis), e apresenta como garantia os 2.000.000 papéis da Vale, agora a NCz\$ 36,00 cada. O banco concede este financiamento, cobrando uma taxa, que podemos supor ser de NCz\$ 150.000. Logo, em D+5 da primeira operação, Nahas tem um financiamento líquido de NCz\$ 71.850.000,00. Com este financiamento, ele paga NCz\$ 70.000.000,00 à corretora da qual comprou os papéis, e lucra NCz\$ 1.850.000,00, sem despendar absolutamente nada.

Para que ele pudesse continuar a operar desta forma, era de suma importância que o valor dos papéis mantivessem uma tendência ascendente, e para isso, o Sr. Nahas realizava as operações chamadas Zé-com-Zé, em que ele operava consigo mesmo, através de “testas-de-ferro”. Por exemplo: em um momento inicial de um cenário imaginário, o Sr. Nahas compra ações com a Corretora 1. Quando tivesse que pagar esta corretora, vendia os papéis para uma Corretora 2, e obtinha o financiamento para pagar a Corretora 1. Mas na mesma hora, dava ordem de compra na própria Corretora 1, ou em qualquer outra corretora que trabalhasse com ele. A partir deste mecanismo, ele sempre tinha pontas de compra, de forma a aumentar a demanda e inflacionar o mercado. Com a demanda sempre em alta, os preços tendem a aumentar, naturalmente, possibilitando que suas operações continuem apresentando retornos substanciais.

Em Abril de 1989, como mostra o Gráfico 3, a inflação voltou a crescer, assim como a taxa de juros. Estes fatores combinados causaram naturalmente, incentivos aos investidores de substituírem suas aplicações em ativos de risco, por aplicações em renda fixa, o que causou uma diminuição do volume negociado em Bolsa, reduzindo a demanda e aumentando oferta. Outro fator que causou fuga do mercado de capitais foi o temor de que Luiz Inácio Lula da Silva fosse eleito presidente da República. Este temor advinha de suas tendências esquerdistas, que criavam uma expectativa sobre possíveis estatizações em seu eventual governo. Tais medidas poderiam vir a prejudicar o

mercado. Com isto, os preços iniciaram um movimento de queda, tornando cada vez menos viáveis suas operações, e comprometendo um capital cada vez maior para sustentar a alta de seus papéis.

Os bancos cariocas atentaram para esta movimentação que viria a reverter a tendência de preços, e perceberam a urgência em cessar os financiamentos ao investidor, dado o aumento do risco de suas operações. Além disso, quando o presidente da Bolsa de Valores de São Paulo percebeu o exacerbado nível de concentração na ponta de compra no mercado financeiro carioca, induziu os bancos cariocas a suspenderem os financiamentos para os grandes especuladores (como já seria natural), em especial, o Sr. Naji Nahas e o Sr. Elmo Camões Filho. Sem financiamento suas operações foram impossibilitadas, e um cheque sem fundo abateu o mercado.



5. Consequências Diretas

No dia 21 de junho de 1989, as corretoras Ney Carvalho, Celton, Beta e Progresso, e as distribuidoras Titular e Capitânea, foram julgadas inadimplentes e liquidadas extrajudicialmente pelo Banco Central do Brasil. O Sr. Elmo de Araújo Camões, que até a manhã do dia 21 era o presidente do Banco Central, não pôde assinar os atos de liquidação, dado que se viu obrigado a renunciar ao cargo, declarando-se impossibilitado de votar nas liquidações que viriam a fechar a sua distribuidora, a Capitânea. Os atos foram assinados, então, pelo diretor da área bancária, o Sr. Wadico Waldir Bucchi, que passou a assumir a presidência do BC. A liquidação destas instituições chegou a causar um novo prejuízo na Bolsa do Rio, somando NCz\$ 28,9 milhões. Até o final do mês de julho, a Corretora Tamoyo e a Winner Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. também foram liquidadas extrajudicialmente pelo Banco Central.

Podemos analisar melhor os danos causados à bolsa por este episódio convertendo os pontos do índice Bovespa em dólares. Apesar de extremamente baixo nos seis anos anteriores (com exceção da euforia no período do Plano Cruzado, em que chegou a US\$ 1.473, mas com seu fim, em 1987, desceu para US\$ 280), em maio de 1989 o índice Bovespa fechou a US\$ 1.087, e no pregão do dia 19 de junho caiu para US\$ 509, devido a não liquidação dos papéis negociados pelas diversas corretoras que operavam nas Bolsas brasileiras.

No mercado de opções, os investidores podem atuar em duas pontas: de compra, ou de venda. Estando comprado, o investidor pagará um prêmio, que lhe disponibilizará o direito de comprar determinado lote de ações em uma data futura, por um preço previamente determinado. Portanto, um investidor nesta posição está apostando na alta dos preços, dado que espera que o preço na data de liquidação esteja acima do preço negociado e ele possa lucrar com a diferença. E estando vendido, se compromete a disponibilizar as ações pelo preço negociado, na data futura determinada. Portanto, o investidor que estiver nesta posição apostará na baixa do mercado, esperando ter negociado um valor acima do valor que será fechado no pregão da data de liquidação do lote.

Depois da paralisação da Bolsa devido ao ocorrido, os preços à vista dos papéis mais importantes no mercado de opções, que eram Vale PP, Paranapanema PP, e Petrobrás PP, despencaram, e a consequência direta foi não haver o exercício das

opções que venceram no dia 19 de junho, visto que não seria vantajoso para o investidor comprado exercer a sua opção de compra – o pay-off seria maior se ele comprasse no mercado à vista. Um exemplo foi a série CFU da Vale do Rio Doce, que tinha preço de exercício de NCz\$ 15.419,60, com prêmio para o lote de mil ações negociado a NCz\$ 3.000 no dia 7 de junho. No dia 16 de junho o prêmio da série passou a NCz\$ 1,02. Logo, quem estava comprado, apostando na alta do papel, não teria vantagem em pagar NCz\$ 15.419,60 mais o prêmio se poderia pagar apenas NCz\$ 8.200,00 no lote. Assim, aqueles que estavam comprados perderam o dinheiro do prêmio que pagaram para o direito de exercer a compra, e os que estavam vendidos também perderam porque, apesar de não terem que entregar os papéis, e de terem recebido o prêmio, tiveram que permanecer com aqueles papéis, agora muito desvalorizados.

Outro índice que pode ser analisado, resultante do Caso Nahas, é o volume negociado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro do ano de 1989. No dia 18 de abril do mesmo ano, a BVRJ movimentou, sozinha, NCz\$ 1,108 bilhão, o maior volume negociado em Bolsa da história do mercado brasileiro (resultado provavelmente influenciado pelas atividades dos especuladores que migraram para o Rio de Janeiro). Já no pregão do dia 19 de junho, apenas NCz\$ 26,877 milhões foram negociados, uma forte e significativa queda para o mercado de capitais carioca.

Pouco depois da liquidação das corretoras e distribuidoras mencionadas neste capítulo, a CVM suspendeu temporariamente novos contratos de opções, e novos contratos no mercado futuro de índices. Esta atitude foi tomada com a intenção de que estes mercados fossem minuciosamente estudados para serem reestruturados, de forma a elaborar novas formas de conduta e eliminar lacunas no mercado que permitissem atividades especulativas que alavancassem e concentrassem o mercado à vista. Neste período, alguns economistas manifestaram defender suspensão permanente de operações de opções e índices no mercado brasileiro. Alguns deles foram os renomados economistas Mário Henrique Simonsen e Daniel Dantas, argumentando que a estrutura do mercado acionário brasileiro não se encontrava devidamente desenvolvida para sustentar tais operações. Mas havia também os que acreditavam no mercado de opções e índices como essencial para um bom funcionamento da economia.

No dia 16 de junho, o então presidente da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, Sr. Sérgio Barcellos, se afastou do cargo, e seu vice-presidente, Sr. Pedro Salgado assumiu seu posto.

No dia seguinte, foi criada uma Comissão de Sindicância para que fossem estudados os reais motivos que ocasionaram o Caso Nahas, sendo concluído que a excessiva concentração e a manipulação de preços foram as reais causas da crise, e não as cartas de fiança e o D-Zero, como era e ainda é da opinião de muitos. Estas cartas de fiança eram assinadas pela Bolsa do Rio, e garantiam que a própria Bolsa honraria o compromisso do investidor, se este viesse a ser inadimplente. Depois do escândalo, o número de inadimplentes era tamanho, que muitos bancos e corretoras que possuíam estas cartas de fiança, e deveriam poder acionar a Bolsa do Rio para receber o crédito, não o receberam, pois a Bolsa não tinha recursos para honrar todos seus compromissos à data. Algumas destas instituições eram o Planibanc, o Banco mercantil de Crédito (BMC), o Crefisul, o Banco Pontual, e as corretoras Celton, Graphus, e Elite. Muitas das instituições que foram liquidadas extrajudicialmente tinham como maior prejuízo a quantia que deveriam ter recebido da BVRJ.

No dia 5 de julho do mesmo ano, o ex-presidente da Bovespa, o Sr. Eduardo Alfredo Levy Junior sugeriu que todos os conselheiros das Bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo renunciassem ao cargo, por incompetência, e que novas eleições fossem convocadas sem que ninguém se reelegesse. O Sr. Levy incluiu na carta uma forte crítica insinuando que seu sucessor, Sr. Eduardo da Rocha Azevedo estaria financiando suas ambições políticas a partir da posição que ocupava de presidente da Bovespa. O Sr. Levy afirmou que o Sr. Eduardo Azevedo não havia agido de forma correta ao se precipitar de forma violenta para impedir as operações do Sr. Nahas, desconsiderando a consequência de suas ações, que afetariam também o mercado paulista. Abaixo, há uma afirmação do Sr. Naji Nahas em que demonstra acreditar ter havido ambições outras que não somente o bem estar da Bovespa, por parte do Sr. Eduardo Rocha Azevedo:

Foi quando Rocha Azevedo entrou para o Movimento Democrático Urbano (MDU) que decidiu utilizar a bolsa para suas pretensões políticas e financeiras, chegando a dizer em público que iria me quebrar. Vou acabar com o turco, não sossego enquanto não acabar com o turco, ele dizia (NAHAS, 1989, apud, BRUM, 2002, p.109)

O escândalo proporcionou severos danos ao caixa da BVRJ, que no mês de junho foi reduzido a somente NCz\$ 300.000, tornando necessária a decisão tomada em assembleia geral extraordinária para que cada uma das 65 corretoras cariocas

contribuíssem com duas parcelas de NCz\$ 150 mil, somando um total de NCz\$ 19,5 milhões.

Devido às diversas demissões e renúncias ocorrendo no Conselho de Administração da BVRJ, as eleições para que os cargos vagos fossem preenchidos tiveram que ser adiantadas para o dia 31 de julho. Houve um forte desacordo da parte de alguns corretores que não aceitavam a candidatura de ex-conselheiros da Bolsa para a nova administração da mesma. Estes fizeram um movimento que visava não permitir que houvesse votos o suficiente, de forma que não houvesse o quórum mínimo, e as eleições tivessem que ser remarçadas. Porém, o movimento não funcionou, e sendo o quórum mínimo exigido de 34 votos, 53 corretoras compareceram, dentre as 65 que deveriam votar. Com 43 votos, Dr. Francisco de Souza Dantas foi indicado para presidir a BVRJ, tendo como vice-presidente o Sr. César Manoel de Souza. A partir de então foi iniciada uma nova administração da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

5.1 Contenção de despesas

A Bolsa do Rio costumava manter um valor diário negociado em torno de NCz\$ 1 bilhão. Nos primeiros meses subsequentes à crise, caiu para NCz\$ 250 milhões. Com essa drástica redução de receita, a Bolsa carioca se viu obrigada a reduzir gastos, começando pela folha de pagamentos, que refletia mais de 50% de suas despesas operacionais mínimas. De julho de 1989 para julho de 1990, o quadro de funcionários passou de 874 para 560. Como foi mencionado pelo superintendente-geral da BVRJ na época, Sr. Carlos Von Doellinger, numa fase de inflação recorde como a que figurava na economia brasileira, esta medida era extremamente anti-social e lamentável, porém igualmente necessária, por ser parte tão expressiva das contas da instituição, que levava a um déficit mensal de NCz\$ 2 milhões.

Além do corte de pessoal, outras medidas de contenção de gastos foram implementadas pela Bolsa do Rio: diminuíram consideravelmente as verbas publicitárias; todos os benefícios dos superintendentes, que não salário, foram suspensos; a tradicional revista mensal, “Bolsa”, existente desde 1946, foi cancelada, tendo todos seus funcionários demitidos; e foi cancelada a obra do novo prédio da Bolsa, onde seria instalado o maior pregão da América Latina, que tinha sua inauguração prevista para dezembro de 1989, com seu primeiro pregão. Foi inclusive necessária a venda do carro extra, reservado para a superintendência, um Santana Quantum, para aumentar um pouco o caixa.

As demissões eram tão numerosas, tanto na própria Bolsa quanto nas corretoras, distribuidoras, e em quaisquer outros setores que tenham tido seu capital abalado pela queda do mercado, que o Conselho de Administração da Bolsa de Valores do Rio teve que restringir o horário da negociação das 12 principais ações no telepregão, para que fosse necessário que estas fossem negociadas no pregão de viva-voz, evitando que mais operadores de mercado fossem demitidos.

Na Imagem 1 temos um quadro extraído do jornal “O Globo” do dia 20 de agosto de 1989, que nos mostra a evolução mensal do volume negociado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro no ano de 1989 para cada tipo de contrato. Podemos ver o crescimento exponencial e repentino no início do ano, e a queda drástica no volume depois do cheque sem fundos emitido por Naji Nahas.

Imagem 1 - Volume financeiro da Bolsa do Rio em 1989

O volume financeiro da Bolsa do Rio

Depois do caso Nahas, o volume negociado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro caiu acentuadamente. Agora, com a reabertura do mercado de opções pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o movimento financeiro poderá ser ainda menor, já que as operações ficaram centralizadas apenas no mercado à vista. Os valores estão em NCZ\$ mil.

MÊS	TOTAL	À VISTA	TERMO	OPÇÕES	EXERCÍCIO
Jan	352.658	302.231	292	50.134	-
Fev	1.141.079	758.788	8.877	128.037	245.376
Mar	1.909.711	1.394.852	747	513.787	324
Abr	3.378.885	1.941.367	16.145	579.476	841.895
Mai	3.120.390	2.531.661	109.094	479.282	350
Jun	1.608.194	1.292.268	137.452	176.288	2.185
Jul	686.942	639.574	0	49.368	0

Fonte: Bolsa de Valores do Rio

Fonte: Jornal "O Globo" de 20 de Agosto de 1989 / Baseado nos dados da Bolsa de Valores do Rio

Alguns anos mais tarde, em dezembro de 1994, o Sr. Nahas recebeu sua condenação, por manipulação e criação de condições artificiais, tendo que pagar uma multa de R\$ 10.271.796,49, que equivalem a 10% das suas ações fraudulentas realizadas em 1989. Até o momento, esta tinha sido a maior multa aplicada decorrente de danos ao mercado acionário no Brasil. Além disso, suas empresas, a Selecta Comércio Indústria, Selecta Participação e Serviços, e a Cobrasol tiveram que pagar, cada uma, uma multa de R\$ 4.578,00.

Na Imagem 2, meramente ilustrativa, retirada do Jornal do Brasil do dia 28 de dezembro de 1994, podemos ver o poder de compra de R\$10,3 milhões na época:



As novas leis estabelecidas para regular o mercado, mencionadas no capítulo posterior, e o corte de custos não foram suficientes para reerguer a tradicional Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, e alguns anos mais tarde, no dia 28 de abril de 2000 foi realizado o último pregão da bolsa carioca. A BVRJ como era conhecida deixou de atuar, unificando-se com a Bolsa de Valores de São Paulo, e continuando apenas com a negociação secundária de títulos públicos.

6. Reestruturação do Mercado

A Comissão de Valores Mobiliários, na época, era uma instituição extremamente frágil e sem autonomia, pois além de ser subordinada ao Ministério da Fazenda, não dispunha de recursos financeiros, e não tinha poderes para bloquear operações de investidores faltosos, podendo apenas aplicar uma multa de até 30% em cima do valor da operação. Até a data do acontecimento em questão, era plenamente aceita a teoria de que os mercados se auto regulamentariam, e que, portanto, não seria necessária a intervenção de uma instituição forte.

A questão financeira era uma significativa barreira para que a CVM fosse um órgão forte. As consequências diretas eram um sistema de informatização bastante precário, e apenas 25 funcionários para fiscalizar o mercado, sendo 14 no Rio de Janeiro e 11 em São Paulo. Com um mercado de 3.500 empresas de incentivos fiscais, 960 empresas de capital aberto, nove bolsas de valores, 300 corretoras e distribuidoras, diversas fundações, seguradoras, bancos de investimento, e fundos mútuos, este pequeno número de funcionários não poderia ser suficiente para manter a ordem no mercado e garantir que todas fossem fiscalizadas

Segundo um ex-presidente da CVM, Sr. Luiz Octávio da Motta Veiga, o estado da CVM refletia a visão que ainda existia sobre o mercado de capitais, que era de um setor marginalizado.

No final do mês de junho, foi criada a Comissão dos Notáveis, formada por 12 membros convocados para que analisassem o mercado de capitais e desenvolvessem propostas para que este fosse fortalecido e não ficasse exposto novamente à crises como esta. Os membros iniciais foram o ex-ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen; o ex-ministro do planejamento, João Paulo dos Reis Velloso; o ex-presidente da CVM, Luíz Octavio da Motta Veiga; outro ex-presidente da CVM, Roberto Teixeira da Costa; o ex-presidente do Banco Central do Brasil, Affonso Celso Pastore; o ex-diretor da área de mercado de capitais do Banco Central do Brasil, Sergio Augusto Ribeiro; o presidente da Comissão Nacional de Bolsas de Valores, Antonio Delapieve; o advogado José Luíz Bulhões Pedreira; o presidente da Confederação Nacional das Instituições Financeiras, Roberto Bornhausen; o presidente do grupo Gerdau, Jorge Gerdau Johannpeter; o presidente da Associação Brasileira das Companhias Abertas, Roberto Faldini; e o ex-presidente da CVM, Arnoldo Wald.

Contudo, o Sr. Arnaldo Wald se absteve de fazer parte do grupo, pois sua presença não foi bem vinda devido ao fato dele ter sido advogado do próprio Sr. Naji Nahas no passado, e de ter sido durante sua gestão na CVM que foram iniciadas as operações especulativas que culminaram na crise.

Trinta e sete dias após sua criação, a Comissão dos Notáveis concluiu suas propostas, que foram muito bem recebidas. Citando as principais sugestões:

- 1 - **CVM** - A CVM terá um Conselho Deliberativo e uma Diretoria Executiva e seus membros deverão ser nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado;
- 2 - **Bolsas e Corretoras** – As Bolsas ficam proibidas de assumir obrigações estranhas às suas atividades. As corretoras não poderão ter carteira própria;
- 3 - **Liquidação e Custódia** – Criação de uma única sociedade anônima responsável pela custódia e liquidação das operações em Bolsa, administrada por profissionais;
- 4 - **Mercados Futuros** – Os mercados futuros devem ser preservados como mecanismo de *hedge*. As margens para as vendas de opções deverão ser depositadas em dinheiro e não será mais admitida a rolagem das operações. (BRUM, 2002, p.75)

O segundo item mencionado acima não foi bem aceito por muitos, que viram a proibição das corretoras possuírem carteira própria como um enorme retrocesso, que as enfraqueceria. No jornal “O Globo” do dia 26 de agosto de 1989, o presidente da BVRJ, Dr. Francisco Dantas fez a seguinte declaração: “Se o fim da carteira própria for aprovado, será melhor fechar a Bolsa e transformá-la em museu”(DANTAS, 1989, apud,O Globo 1989). Foi readmitido que corretoras administrassem carteira própria, havendo um limite, equivalente a um percentual apenas do capital de giro da empresa, evitando que houvesse conflito de interesses entre as corretoras e seus clientes. Seria obrigatório, também, que os papéis fossem minimamente diversificados.

6.1. Reabertura do mercado de futuros e suas novas regras:

Treze dias depois do escândalo, a CVM suspendeu o mercado de futuros, com a intenção de reestruturá-lo. Quatro meses depois, com novas regras estabelecidas, autorizou que voltassem a funcionar. O mercado de opções e índices voltou a funcionar sob uma nova legislação.

As operações passaram a ser controladas semanalmente por uma auditoria externa. Esta auditoria desenvolvia um relatório, que seria enviado diretamente das Bolsas para a própria CVM. Além disso, para operar no mercado de opções, o investidor que quisesse

operar na ponta de venda deveria (e assim ocorre até hoje) depositar uma margem diariamente, e em espécie, que equivalesse ao mínimo de 15% do preço de exercício da opção, ou 15% do preço à vista, e no caso do mercado futuro de índices, 30% das posições em aberto. Antigamente, esta garantia poderia ser feita com ações. Aos investidores que desejam operar com opções de compra, o valor do prêmio deve ser inteiramente depositado em D+1, e o preço de exercício é pago, caso a opção seja exercida, na data de vencimento. Ainda hoje, o mercado respeita D+3 para ações, e D+1 para opções.

Com o objetivo de reduzir ao máximo a concentração das operações, estipulou-se que cada contrato poderia corresponder somente a 1% de cada série, ou 3% das ações em circulação no mercado. No mercado de índice, foi proibido que o peso de um papel negociado ultrapassasse 15% da formação do determinado índice. E para diminuir a inter-relação entre os mercados de índice e de opções, uma nova lei impunha que os vencimentos destes dois mercados não poderiam mais ser datados do mesmo mês, dado que, na época, opções e índices venciam a cada dois meses.

As bolsas, agora, poderiam intervir sob qualquer suspeita de especulação e substituir conselheiros atuando com irregularidades que pudessem afetar o bom funcionamento do mercado.

O crédito às sociedades corretoras, que antes poderiam ser concedidos pelas Bolsas, como crédito operacional, e com condições estabelecidas pelo regulamento de cada Bolsa, agora teve um limite estabelecido. Em primeiro lugar, seria necessário que a sociedade corretora tivesse garantias que equivalessem ao menos a 120% do valor concedido. Além disso, este crédito teria característica apenas de assistência à liquidez, com o objetivo de solucionar o problema de curto prazo, tendo seu valor limitado ao valor do título patrimonial que tivesse sido negociado pela corretora com a Bolsa.

As corretoras agora seriam subordinadas à instrução normativa da CVM, com novos limites de ações em carteira própria, e aos regulamentos da Resolução do Conselho Monetário Nacional. Quanto à regulamentação imposta para a atuação das distribuidoras, foi estabelecido um maior controle quanto à concessão e obtenção de empréstimos, foi proibido que providenciassem adiantamentos a seus clientes, e se tornou obrigatório que disponibilizassem o cadastro de todos os seus clientes às Bolsas, explicitando cada operação, nome do comitente final, e esclarecendo se suas operações eram feitas por terceiros, ou por conta própria. Assim como as distribuidoras, as Bolsas também seriam obrigadas a ter um cadastro atualizado, contendo todos os investidores

que tivessem atuação no mercado de capitais, para que fosse possível identificar o aplicador final sempre que necessário.

Por fim, foi estabelecido que os serviços de liquidação e compensação de operações das bolsas teriam que ser transferidos para uma sociedade anônima que fosse desenvolvida apenas para esta finalidade, e que fosse completamente independente das bolsas de valores, em até 180 dias.

Com a nova legislação, o mercado à vista, que antes refletia simplesmente o resultado da manipulação do mercado de índices, e este último, que atuava como uma alavanca para os preços do mercado à vista, deixaram de ter estes papéis. Agora o valor de cada ação representava de forma mais realista o seu preço verdadeiro, conforme as leis de oferta e demanda.

Um ano após os acontecimentos, o mercado ainda sofria por uma severa falta de credibilidade, afastando muitos investidores. O mercado de capitais ainda movimentava pouco volume, e com as novas regras, ficou proibida a rolagem de posições, e foi estabelecido que o prazo para liquidação seria apenas de um dia, D+1, tornando as operações financeiras pouco atraentes para quem quisesse especular no mercado financeiro.

6.2. A Nova Lei das S.As

Passados muitos anos, no dia 19 de setembro de 2001 foi aprovada pelo Senado a Nova Lei das Sociedades Anônimas. Abaixo está detalhada a nova lei, de acordo como livro “O Último Pregão” de Carlos Brum, páginas 141-143:

Além da proteção do acionista minoritário, a lei fortalece a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como órgão regulador do mercado.

A CVM passa a ter autonomia financeira através de orçamento próprio, poderá tipificar os crimes na hipótese de uso de informação privilegiada, delegar às bolsas a possibilidade de abertura de processo contra terceiros e, ainda, dar prioridade a processos. Hoje a CVM abre processo obedecendo a uma ordem cronológica. No caso das bolsas, os processos só podem ser abertos contra corretoras que operam na própria bolsa.

Foram igualmente aprovadas as penalidades a serem aplicadas aos que cometerem crimes contra o mercado. Quem manipular o mercado estará sujeito à pena de um a oito anos de reclusão e multa equivalente a até três vezes a vantagem financeira que obteve com a operação.

O uso de informação privilegiada também estará sujeito a pena de um a cinco anos de reclusão e multa de até três vezes o montante obtido.

Com relação às medidas aprovadas visando a dar maior proteção aos acionistas minoritários, destacamos as mais importantes:

Conselho de administração – Foi concedido aos acionistas minoritários o direito de eleger um representante no Conselho de Administração. Quando a lei entrar em vigor, eles poderão eleger um representante, com base em lista tríplice apresentada pelo controlador. A partir do quinto ano de vigência da nova lei, a indicação será livre.[...]

Conselho Fiscal - O órgão deverá ser composto por três membros, sendo um eleito pelos controladores, outro, pelos minoritários, e o terceiro, escolhido de comum acordo ou eleito em assembleia geral.

Conflito de interesse - Foi incluído no texto aprovado um dispositivo que permite aos acionistas minoritários detentores de 5% do capital votante ou 10% do capital total convocar uma assembleia geral para resolução de um conflito de interesse.

Tag along – Outro ponto que merece destaque é o direito que prevê aos minoritários possuidores de ações ordinárias vender suas ações nas transferências de controle pelo preço mínimo de 80% do que for obtido pelos controladores. O *Tag along* já existia até 1997 e garantia 100% do valor pago pelas ações de controle. Antonio Kandir, por pressão da Abrasca, teve de reduzir o ágio para os minoritários para 80%, objetivando viabilizar a aprovação do projeto.

Fechamento do capital – Mudam também as regras para as empresas que decidirem fechar o capital. Até agora, não era estabelecido o preço a ser estabelecido pela recompra das ações em mercado. Com a nova lei, os controladores terão quatro critérios possíveis para a definição do chamado “valor justo”, que poderão ser adotados individualmente ou combinados: patrimônio líquido, valor de mercado, fluxo de caixa descontado e comparação de múltiplos.

O texto prevê ainda a possibilidade de os minoritários representantes de 10% do capital em circulação no mercado solicitarem uma nova avaliação caso discordem do valor proposto, ou até sugerirem a opção por um modelo diferente de avaliação, a ser submetido à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Abertura de capital – As empresas que vierem a abrir o seu capital a partir da vigência da nova lei terão de observar o limite mínimo de 50% em ações ordinárias. Hoje a proporção é de 1/3 de ordinárias e 2/3 de preferenciais, ou seja, é possível deter o controle de uma empresa com apenas 16,6% do seu capital, que equivale a 50% das ações ordinárias. Para as companhias já abertas, nada muda, embora o presidente da CVM, José Luiz Osório de Almeida, acredite que o mercado caminha para o fim das ações preferenciais, que não possuem direito a voto.

Os direitos de preferência das ações PN – Os direitos dos minoritários que possuem ações PN também foram revistos. Hoje, a lei determina que os dividendos pagos às ações PN sejam 10% superiores ao valor pago às ON, ou que um valor mínimo a ser pago às preferenciais seja estabelecido em estatuto. O projeto da nova lei estipula que seja garantido ao proprietário de ações PN uma das seguintes situações: recebimento, prioritariamente em relação às ON, de dividendos equivalentes a 3% do valor patrimonial; que os dividendos sejam 10% superiores aos pagos às ações ON; ou que seja estendido o direito de *tag along* às ações PN. (BRUM, 2002, p.141-143)

7. Entrevistas

Esta parte do trabalho pode ser considerada uma das mais importantes, por traduzir explicitamente o que ocorreu na época, descrito pelo próprio Dr. Francisco de Souza Dantas em entrevista exclusiva para este trabalho, e também uma entrevista, um pouco mais breve, com o diretor de uma das corretoras que foi liquidada extrajudicialmente, Dr. Newton Kleber de Thuin.

O Dr. Francisco Dantas desenvolveu um trabalho em que liquidou cada uma das operações do Sr. Naji Nahas, formando um enorme mapa na parede de sua sala, na época, com o intuito de encontrar uma solução para o mercado. Portanto, além do próprio Sr. Nahas, não há ninguém que entenda mais de suas operações do que o então presidente da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

7.1. Dr. Francisco de Souza Dantas, presidente da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro a partir de julho de 1989

AT - Como o senhor descreveria o episódio do Caso Nahas, que veio a quebrar a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1989? Quais as falhas de mercado que permitiram que isso ocorresse, e como ele sozinho, levou um mercado à falência?

FD - Vou primeiro fazer um resumo da história. O Naji Nahas operava principalmente na Bolsa de São Paulo, junto com outros operadores. O mercado brasileiro da época era um mercado muito fechado, porque era um mercado que não tinha investidores estrangeiros, então era um mercado pequeno. Então quando alguns investidores se uniam para operar determinados papéis, eles tinham uma força muito grande na formação de preços daquele papel, porque era um mercado pequeno. Então Nahas, junto com Alfredo Grumser, que operavam juntos, principalmente em Vale do Rio Doce, e Petrobrás, em determinados momentos, que eles queriam comprar mais do que eles tinham dinheiro, usavam a operação D-Zero. Operação D-Zero nada mais é do que um financiamento sem garantias. A garantia única era a liquidação da bolsa, a garantia de que a bolsa ia liquidar a operação. O que eles faziam: eles compravam papel sem ter dinheiro, e no dia D+5 eles vendiam esse papel e pegavam a antecipação desse dinheiro, que iam pagar daqui a outros cinco dias da compra, que eles mesmos compravam o papel. Então essa operação era chamado D-Zero. Ele vendia e ele mesmo comprava. E a garantia era que a bolsa liquidava a operação. Isso no mercado em alta funcionava muito bem porque eles pagavam os juros por esse dinheiro, mas o mercado, quando eles estavam especulando no mercado, subia muito mais do que esses juros e eles ganhavam dinheiro. Essa operação se transcorreu durante muito tempo, até que então a bolsa de

São Paulo proibiu essa operação em São Paulo. Proibiu por quê? Porque em São Paulo, como as operações eram originadas em São Paulo, feitas por corretoras paulistas, a corretora identificava os comitentes. Então a bolsa de São Paulo podia ver, nos seus registros, que ele estava comprando e uma empresa ligada a ele que estava vendendo. Então que era uma operação casada. E aí o Eduardo Rocha Azevedo achou que isso envolvia um risco muito grande, e proibiu essas operações. Os corretores paulistas ficaram furiosos com ele, porque perderam negócios. Então aí começou a ter uma discussão entre o Eduardo Rocha Azevedo e alguns corretores paulistas que operavam com Nahas. E ele operava em grande volume.

Nisso a Bolsa do Rio, através do Sergio Barcelos, que era o presidente, abriu os braços para o Nahas vir operar no Rio, porque “a bolsa do Rio ia crescer muito, e ele era um investidor importante”. E ele veio. Só que, as ordens dele saíam por corretoras paulistas e distribuidoras paulistas. Quando chegavam aqui, ele não precisava identificar o comitente. Então, a bolsa do Rio não via quem estava vendendo era o Nahas. A Bolsa do Rio só via quem comprava, através de uma corretora, que era o próprio Nahas. Então a Bolsa do Rio não tinha uma visão da operação como a Bolsa de São Paulo tinha.

Na época, em 89, a inflação começou a ficar muito pesada, e o Mailson da Nóbrega, que era o Ministro, começou a aumentar muito os juros, e com os juros altos, a bolsa tende a cair. Os parceiros do Nahas, vendo isso se afastaram. O Alfredo Grumser saiu, se afastou, e o Nahas ficou mais ou menos sozinho. E ele comprava, comprava, e o preço caía, então ele já não tinha mais condições..Ele tinha sempre que puxar o mercado para cima para ele poder fazer o D-Zero. Então ele cada vez comprava mais papel e fazia mais operações D-Zero. Só que ele comprava sem dinheiro. Porque o que ele queria era multiplicar as operações e no final vender mais caro. Só que a bolsa estava no sentido inverso. Estava caindo. E ele foi perdendo, e não tinha dinheiro nenhum, e comprava ações. Depois ele começou a fazer D-Zero em opções também. Ele comprava opções e vendia opções. Porque o que é a operação D-Zero? Como expliquei, ele comprava um milhão de (ações da) Vale no dia; ele tinha que pagar daqui há cinco dias esse papel. Quando passavam os cinco dias, ele vendia pra ele mesmo o papel, aí fazia uma operação D-Zero com o banco. O banco o financiava, dava o dinheiro, ele pagava a bolsa, e daqui a cinco dias ele tinha que pagar o banco. Então ele foi multiplicando essas operações.

Quer dizer, na realidade, o Nahas, quando eclodiu o problema da Bolsa, não tinha uma ação, dele, paga; ele não tinha nenhuma. Toda a posição dele estava em operações de D-Zero. Toda a posição que ele tinha no mercado pertencia, na realidade, ao financiamento dos bancos, que davam esse financiamento porque a Bolsa ia pagar. Aí, no dia 9 de junho, ele não conseguiu mais dinheiro dos bancos pra o financiarem, e na primeira compensação da Bolsa, na sexta-feira, a Bolsa honrou os compromissos, e acabou o dinheiro da Bolsa. E acabou o dinheiro da Bolsa...

Foi quando acabou o dinheiro da Bolsa que eu assumi o problema. Tinha que se liquidar US\$1 bilhão de papéis, que ele se negou a pagar. E os bancos já tinham pagado por ele. Então, eram operações fraudulentas, porque ele vendia pra ele mesmo. Eram operações pré-combinadas, e a Bolsa de valores é um órgão em que você vende e compra sem saber o comitente. É a formação de preços. Existe uma formação natural de preços, entre compradores e vendedores. Mas ele

manipulava o mercado. Ele falava “vende um milhão de Vale’s para a corretora Ney Carvalho por 15 reais” (exemplo). Então eram operações pré combinadas. E os bancos adiantavam esse dinheiro, pensando que tinham o crédito da Bolsa. Só que a Bolsa tinha perdido tudo. Ela não tinha como pagar. Então o que nós fizemos foi: se ele vendeu pra ele mesmo, e ele não vai pagar, não é justo que ele receba. Então nós começamos a reverter essas posições, e os bancos que financiaram, ficaram com o problema. E todos entraram depois contra a Bolsa de Valores, e a Bolsa ganhou todas as ações. Porque era coerente. Eles financiaram a operação, fraudulenta, baseados num crédito da Bolsa de Valores, e ela não dava esse crédito. A Bolsa de Valores garante a liquidação de operações bem feitas. Mas não de operações fraudulentas. Mas a Bolsa já estava quebrada. Na sexta-feira da primeira semana, a Bolsa já tinha quebrado. Já tinha perdido todo o patrimônio dela. Então nós conseguimos liquidar todas essas operações, sem dinheiro, anulando as operações. (DANTAS, 2012, depoimento)

AT - Em sua opinião, o ex-presidente da Bovespa, o Sr. Eduardo da Rocha Azevedo, poderia ter encerrado as operações do Sr. Naji Nahas e tirado o investidor do mercado sem causar tamanho prejuízo para a BVRJ? Como isso poderia ter sido feito?

FD - Elas (as operações de Naji Nahas) poderiam ter sido encerradas se a Bolsa descobrisse antes. Eduardo Azevedo não tem poder de cortar crédito. Eduardo Azevedo alertou do problema. E como os corretores paulistas ficaram sentidos com ele, ele queria mostrar que estava certo. E como o mercado vinha caindo, os próprios bancos começaram a ficar receosos. O que aconteceu foi uma crise sistêmica, em que os bancos começaram a ter medo dessas operações, porque eles estavam vendo a situação. Então, no ultimo dia ele (Nahas) não conseguiu crédito para renovar (os financiamentos), para fazer a bola de neve. Então ele quebrou. Dizer que o Rocha Azevedo é culpado? Não, não é. O Eduardo Rocha Azevedo inclusive avisou a Bolsa do Rio sobre a problemática. A Bolsa do Rio que achava que era a “Bolsa do Brasil, a maior Bolsa do mundo” e não viu essa situação. Eu até alertei a Bolsa do Rio em fevereiro. Em fevereiro eu pus na reunião do Conselho de Administração: “O Naji Nahas vai quebrar a Bolsa do Rio”. Está lá escrito. Eu tenho essa reunião. E ninguém achava isso. Diziam: “Você está maluco. A bolsa do Rio é um espetáculo.” E aconteceu. E eu falei isso, porque o Coxinha (Rocha Azevedo) tinha me mostrado a situação, e eu verifiquei que ia acontecer isso.

Então houve certa incompetência por parte do presidente da Bolsa na época, e do superintendente, que não mergulharam no problema para averiguar. (DANTAS, 2012, depoimento)

AT - Mas havia como tirar Naji Nahas do mercado sem quebrar a bolsa?

FD - Tinha, se a Bolsa do Rio tivesse uma visibilidade do mercado como a Bolsa de São Paulo tinha. A Bolsa do Rio não tinha, porque as ordens vinham de São Paulo, e quando a ordem vem de uma corretora, você não é obrigado a especificar o comitente, quem está comprando ou quem está vendendo. Então, as ordens de compra ele dava a corretoras do Rio, pequenas, e as ordens de venda ele dava às corretoras de São Paulo. Então, a Bolsa do Rio só percebia Nahas comprando, não tinha ele vendendo. Quando estourou o problema, e fomos verificar, nós vimos: era tudo operação Zé-com-Zé. Ele vendendo pra ele mesmo. Não é o que pode acontecer na Bolsa. A Bolsa de valores é um recinto de negociações, em que você vai vender uma ação, e não sabe pra quem. É uma formação de preços. Bolsa de valores serve pra formar preços entre compradores e vendedores. E não pra estipular o preço: “vou vender Vale a tanto e você compra a tanto”. Isso é contra a regra da Bolsa de Valores. Quer dizer, ele fraudava, manipulava as ações através dele mesmo. Como ele era o grande detentor de ações, ele estava especulando cada vez mais, e à medida que a Bolsa ia caindo, ele tinha que fazer novas operações pra suportar os prejuízos, pedir novos financiamentos. Aí começou a operar opções. Tanto é que no final, quando eu entrei no sistema, eu verifiquei que ele não tinha uma ação paga com dinheiro dele. Todas as ações que ele tinha, que eram milhões de ações, eram pagas com dinheiro dos bancos, que financiavam não a ele, financiavam a Bolsa de valores, pela liquidação que ela era obrigada a fazer. Só que ela descobriu que as liquidações que ela era obrigada a fazer eram fraudulentas, era Zé vendendo pra Zé. Ela já não tinha dinheiro: “Não vamos liquidar, vamos reverter essas ações”. Se você vendeu umas ações, comprando de você mesmo, e você não paga, você não pode receber, só que ele já tinha recebido. Os bancos tinham antecipado a ele. Os bancos também foram incompetentes. Então a Bolsa do Rio de Janeiro quebrou em um dia. Foi na primeira liquidação. Só que ela tinha que liquidar o resto daí pra frente. E aí foi o que eu fiz. Fui liquidando e revertendo as situações, e preservando as operações que foram feitas corretamente. E aí nós chegamos a esse final, a Bolsa sem dinheiro. Chamamos dinheiro dos corretores, cada corretor entrou com US\$ 100 mil, e a gente capitalizou um pouquinho a Bolsa, pra poder tocar a Bolsa para frente. Mas nós estávamos muito desprestigiados, os próprios bancos começaram a abandonar, ficaram com raiva da Bolsa do Rio. O Citibank, que era o grande banco que operava Eletrobrás (Eletrobrás era um papel feito no Rio de Janeiro)... Nós íamos nadar de braçadas, mas o Citibank disse “não opero mais com a Bolsa do Rio”. E aí a Bolsa começou a diminuir os volumes fortemente. O que nós conseguimos de vitória, foi trazer as privatizações para o Rio de Janeiro, que foi uma luta grande que nós tivemos contra a Bolsa de São Paulo. Mas nós ganhamos, nós juntamos todas as Bolsas do Brasil, e politicamente trouxemos as privatizações, que foram feitas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Foi a grande vitória, que deu o gás para a Bolsa continuar, até ser negociada para Bovespa.

Se a Bolsa do Rio tivesse dado maior credibilidade ao que tinha acontecido na Bolsa de São Paulo, certamente ela teria como evitar esse problema. Teria. Apesar dela não ver os comitentes, se ela fosse mergulhar a fundo na situação, eu acho que teria como evitar, porque em fevereiro, eles ainda estavam com lucro no mercado. O prejuízo começou após fevereiro com a política de juros do Maílson da Nóbrega, que a Bolsa começou a cair. Porque na Bolsa em alta, essas operações são

sempre vantajosas, porque como o papel está subindo, ele vai sempre ganhando, ganhando com dinheiro que ele não tem. Ele compra com o dinheiro dos outros.

Nesse processo de D-Zero, você não tem limite. Uma pessoa, na época, com zero cruzeiro podia comprar um milhão de dólares de ações. Era só comprar, e no dia de pagar falava para o banco “Você me financia porque eu vendi para corretora tal” e o banco falava “Você já vendeu? Dá-me a operação. Então a Bolsa vai te pagar no dia tal e eu te anticipo”, cobrando juros. Mas a ação tinha subido mais do que os juros pagos. Então ele ganhava dinheiro sobre um dinheiro que ele não tinha. E isso é que era manipulação. E no final, como a Bolsa caía, e ele precisava sustentar o preço do papel em alta para pagar os juros, ele acabou comprando cada vez mais.

E no dia que ele perdeu, ele falou “O *Coxinha* tirou meu credito então eu não vou pagar ninguém”. Como não vai pagar ninguém? E não pagou.

Poderia ser evitado, com muita atenção, poderia... (DANTAS, 2012, depoimento)

AT - Sobre a afirmação de Nahas em que ele diz que poderia ter honrado suas posições se cortassem seu credito em 60 dias:

FD - Ele não tinha posição nenhuma! As posições eram dos bancos. Quem tinha pagado todas as posições dele eram os bancos. Ele tinha zero em posição. Com o dinheiro dele? Não! Não tinha nada com o dinheiro dele na bolsa. Toda posição dele que ele tinha que honrar... a não ser que o mercado subisse uma barbaridade para ele poder pagar os bancos com os juros. Só que nisso o mercado estava deprimido com a política do Mailson de juros altos. Mais tarde ele tentou entrar com uma ação contra a Bovespa, dizendo que todos os papéis que ele tinha valorizaram e que ele tinha que receber. Ele não tinha nenhum! Quem tinha eram os bancos. Esses papéis voltaram para os bancos, e mais tarde até se valorizaram, e os bancos recuperaram parte do prejuízo, até todo prejuízo (aqueles que mantiveram a carteira). Porque o que eu fiz: eu devolvi o papel para os bancos. “Se você não vai pagar, volta o papel, e o papel é dos bancos”. Ele não tinha papel nenhum.

Os bancos estavam pensando que faziam operações sem risco. Porque o risco era da Bolsa de Valores, que iria liquidar. Só que eram operações fraudulentas. Ele estava vendendo pra ele mesmo. Eram operações pré-combinadas. Uma operação completamente fora dos padrões da Bolsa de Valores. Era uma fraude. E a Bolsa do Rio, por não ter visibilidade sobre quem estava vendendo, porque aparecia só como “corretoras paulistas”, nunca se preocupou em ver se quem estava comprando era o mesmo que estava vendendo. A Bolsa teria que ver isso. Tanto é que a medida tomada em seguida ao Caso Nahas, foi que todos os comitentes têm q ser declarados. Então a partir do caso Nahas, essa preocupação acabou. Porque a Bolsa de Valores passou a ter compradores e vendedores registrados. Mas a Bolsa não tinha essa visibilidade porque as ordens de São Paulo vinham só “corretora X”, e sem a necessidade de especificar o comitente. (DANTAS, 2012, depoimento)

AT - Quais foram as principais medidas e mudanças implementadas pelo senhor ao assumir o cargo de presidência da BVRJ?

Quem programou essa medida principal foi a própria CVM. Baseada no que aconteceu, a CVM fez esse novo decreto. O que nós fizemos na Bolsa do Rio foi uma reestruturação da Bolsa. Quando eu fiz essa liquidação, nós do Conselho íamos sair. Ia entrar um novo presidente, que ia ser o Hênio. E quando nós fomos ao Hênio, ele falou: “Eu aceito a presidência, mas nenhum de vocês pode continuar”. Eu falei: “Não é possível. A gente não pode sair com fama de ladrões da Bolsa”. Então falaram pra mim: “Então você vai ser o presidente”. Ai houve uma campanha eleitoral e eu ganhei. Quando assumi a presidência, eu tinha 1200 funcionários, e tinha que reduzir isso. E foi o meu processo, eu reduzi. Recebi a Bolsa com 1200 funcionários e entreguei com 500. E fiz, pra recuperar a Bolsa, esse processo da privatização. A Bolsa de São Paulo era uma grande Bolsa, estava rica, não tinha problemas, quer dizer, a privatização não iria acontecer lá. Mas nós tínhamos q sair das páginas policiais para as páginas da glória. Então, existiam varias Bolsas pequenas no Brasil, a do Ceará, da Bahia, do Rio Grande do Sul, do Paraná, então eu fiz uma junção dessas Bolsas, e criei o Sistema Nacional de Liquidação, e todas as Bolsas iam participar desse sistema. E politicamente, isso me fortaleceu muito perante o governo, eu estava com todas as Bolsas, e a Bolsa d São Paulo, sozinha. Então o Collor, na época, junto com o BNDES assinou um decreto dando para a Bolsa do Rio, as privatizações. Porque nós construímos a CLC, uma empresa até hoje da Bolsa, que a Bovespa usa. Foi uma empresa criada para a Bolsa do Rio. E com isso, a gente ganhou essas privatizações, que deram uma credibilidade à Bolsa do Rio. Fomos elogiados na época pelo governo, Collor fez um belo discurso, etc. Foi uma reconquista de credibilidade, foi importante.

Agora, quem fez a principal mudança foi a CVM que criou uma nova norma.

Algo que é bom registrar, é que em 1982, Nahas fez a mesma coisa com ações da Petrobrás. Em 82, não era o mercado de opções, era o mercado futuro. E ele se alavancou enormemente no mercado futuro da Petrobrás, e no final não tinha dinheiro para pagar. E ia “dar um cano”. Ai ele conseguiu uma operação externa no banco Francês, de US\$ 50 milhões, que era contra as normas vigentes da época, mas o ministro na época autorizou, para poder liquidar essas operações. Então ele já tinha uma má conduta dentro do mercado. Fora a má conduta dele no mercado da prata. Mas no Brasil, em 82, ele ia quebrar o mercado se o governo não autorizasse que ele fizesse uma 63, pra comprar todas as ações da Petrobrás. (DANTAS, 2012, depoimento)

AT - Como o senhor compararia a estrutura do mercado de capitais de 1989 com a de hoje em dia? Seria possível, hoje em dia, que um especulador alavancasse e concentrasse o mercado da mesma forma que Naji Nahas?

FD - Não. Primeiro, eu já tinha respondido da seguinte maneira: o mercado da época era um mercado muito fechado, porque não era um mercado aberto a investidores estrangeiros. Era um

mercado estritamente doméstico. Muito pequeno. Muito mais fácil de ser manipulado. Então poucas pessoas podiam manipular preços, o especulador tinha um poder muito maior. Logo depois veio a abertura para o capital estrangeiro. Quando o capital estrangeiro entra, já é um parceiro fortíssimo. Depois os papéis também passaram a ser negociados na Bolsa de Nova York. Ou seja, hoje seria impossível um sujeito tentar manipular um papel aqui, Vale do Rio Doce, porque ele é negociado em NY. Então como pode aqui valer 20 e lá 10? Os preços são equivalentes. Hoje, a globalização do mercado de capitais e mercado de Bolsa, com os investidores estrangeiros, é impossível acontecer algo desse tipo. É até possível alguém fazer um D-Zero, mas dentro da lei, ou seja, o banco financia alguém que comprou, pode financiar. Mas ele sabe que está financiando uma operação de mercado. Feita no mercado e não feita manipulada Zé-com-Zé. Então acho que hoje o mercado mudou muito, cresceu, e acho que é impossível acontecer um episódio como Nahas. Mas é importante um trabalho desses para ficar registrado na memória dos investidores o que foi isso. Porque as coisas passam e todo mundo acabou culpando o Rocha Azevedo. Mas essa foi a grande defesa do Nahas, culpar alguém. Mas como ele teria o poder de quebrar o Nahas? Ele era presidente da Bolsa de São Paulo, o Nahas não operava mais lá. O banco empresta pra quem quiser... O errado da história era o Nahas, que falou: “Não vou pagar, porque o Rocha Azevedo tirou meu crédito.” Quem tirou o crédito dele foi ele mesmo. Ele alavancava os preços das ações diante de um mercado que era de baixa. Ele foi perdendo e os banqueiros foram abrindo os olhos, que estavam fazendo alguma coisa errada. Eles não eram bobos. Achavam que a bolsa ia pagar. Mas como a bolsa vai pagar um bilhão de dólares? Não tinha como. (DANTAS, 2012, depoimento)

7.2. Newton Kleber de Thuin, investidor e diretor da corretora Beta, na época, liquidada extrajudicialmente pelo Banco Central do Brasil.

AT - Como o senhor descreveria, operacionalmente, a atuação de Naji Nahas no mercado de capitais, que veio a quebrar a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1989? Quais foram as lacunas no mercado das quais ele pôde se aproveitar?

NT - Naji Nahas aproveitou-se da desregulamentação do mercado na época, operando, em nome próprio, e com laranjas, nas duas pontas, de compra e venda, simultaneamente, e manipulou o mercado em função, inclusive, do tamanho que podemos chamar de abaixo da massa crítica isenta de manipulações. Na realidade, ele não aproveitou nenhuma lacuna de mercado, apenas, visualizando a não existência, na época, de um mercado profissionalizado, e repetindo, não regulamentado, e com corretoras débeis do ponto de vista financeiro e profissional, deu a todas, corretoras e profissionais independentes, sem informação básica forte a falsa impressão de que ganhariam dinheiro para sempre sem fazer esforço (mais ou menos uma pirâmide). (THUIN, 2012, depoimento)

AT - Como decorreu o mês de junho de 1989 para investidores do mercado de capitais?

NT - Obviamente, para os investidores normais, o mês de junho de 89 foi catastrófico e o cenário era de desespero generalizado. (THUIN, 2012, depoimento)

AT - Os investidores que estavam mais envolvidos com as operações D-Zero e com o mercado de futuros já previam que isto pudesse vir a acontecer, e chegaram a se precaver de alguma forma?

NT - Existem duas maneiras de responder:

Primeira: Os investidores mais envolvidos com as operações D-Zero estavam também envolvidos com Nahas, claro. E messianicamente, acreditavam que este arco-íris não teria fim, e tecnicamente, demoraria muito mais para haver o rompimento caso o BCN não houvesse cortado o crédito de Nahas, com ou sem influência do Rocha Azevedo.

Segunda: Investidores que operam no mercado de opções, excetuando aqueles que utilizam as opções para o seu fim precípua, que é de funcionar como hedge nas operações de compra e/ou venda de ações, não se resguardam de nada, atuam a todo risco. Na época, este instrumento, apesar de ter sido criado para operações de hedge, praticamente não era utilizado com este fim. (THUIN, 2012, depoimento)

AT - Com a credibilidade da BVRJ abalada, a reação imediata dos investidores cariocas foi de retirar seu capital do mercado, permanecer na BVRJ, ou migrar seus investimentos para a Bovespa?

NT - Com a credibilidade da BVRJ abalada, e com a Bolsa de São Paulo mais capitalizada e funcionando com uma regulamentação própria, mais condizente com o mercado regulado, aos poucos as ações das principais empresas foram sendo mais negociadas em São Paulo e ao fim, com a compra da BVRJ pela BMF, as bolsas foram unificadas e todas as operações passaram a ser feitas na Bovespa. Ou seja, ninguém tirou o dinheiro do mercado, apenas, as ordens de compra e de venda das blue chips e posteriormente de todas passaram a ser feitas através do Bovespa. Houve apenas um movimento migratório financeiro do Rio para São Paulo. (THUIN, 2012, depoimento)

AT - Seria possível, hoje em dia, que um especulador alavancasse e concentrasse o mercado da mesma forma que Naji Nahas? Se isso ocorresse, como os órgãos reguladores poderiam atuar para retirar este investidor do mercado, e restaurar os preços corretos das ações, sem causar prejuízos como em 1989?

NT - Hoje em dia, com as novas regulamentações das Bolsas brasileiras, especificamente da Bolsa de São Paulo, é muito difícil que isso venha a acontecer, até pelo tamanho que o mercado atingiu. Nada impede, não obstante, que alguns fundos, se combinassem entre si de comprar e vender seus ativos de ações blue chips, influenciar enormemente, tanto o mercado de ações, como, por via de consequência o de opções. É obvio que a CVM talvez demorasse um pouco, mas, se caracterizado o cartel, não demoraria muito a detectar o movimento, e corrigi-lo. A CVM, hoje, está muito mais capacitada tecnicamente e atenta ao mercado sendo, portanto, muito difícil, como já dissemos antes, esta manipulação de preços. (THUIN, 2012, depoimento)

8. Comparação com Outros Casos

8.1. O Caso da Prata

Em 1979 o mundo todo foi afetado pelo segundo choque do petróleo. Este choque nos preços mundiais levou dois irmãos, Nelson Bunker Hunt e William Hunt a questionar a possibilidade do mundo enfrentar uma forte crise econômica. Esta questão os levou a concluir que um dos poucos bens que garantiriam que eles continuassem a ganhar dinheiro seria a prata. Portanto, a partir de então eles começaram a se preparar para o cenário caótico que estavam prevendo. Os irmãos Hunt figuravam entre os homens mais ricos do mundo, possuindo, cada um, uma fortuna de aproximadamente US\$ 3 bilhões na época.

Para se precaver do suposto caos, começaram a atuar no mercado futuro da Bolsa de Chicago, comprando prata. Contudo, no lugar de operar como investidores comuns, lucrando financeiramente com o fim da operação, eles exigiam a entrega da prata na data do vencimento do contrato. Suas compras eram feitas sempre com quantias significativamente grandes, e rapidamente eles começaram a esgotar as reservas de prata mundiais. Como consequência imediata, o preço do metal começou a subir exponencialmente, inflacionando o mercado. Quase chegaram a ter controle de quantidade suficiente para monopolizar o mercado da prata e estabelecer preços, aumentando consideravelmente de US\$ 8,00/onça em junho de 1979, para US\$ 50,00/onça em janeiro de 1980.

Apesar de não participar das operações no mesmo patamar financeiro dos irmãos Hunt, Naji Nahas participou ativamente das operações, chegando a faturar US\$ 1 bilhão na época. Porém, nunca chegou a receber este dinheiro, pois logo que a Bolsa de Chicago e o governo norte americano perceberam a concentração nas operações, agiram rapidamente para derrubar os investidores, reestabelecendo o equilíbrio natural do mercado da prata. Aumentaram a exigência do capital necessário para que os especuladores pudessem operar, de forma a inviabilizar o esquema. Com isso, o preço da prata, em março de 1980 já tinha retornado para um patamar próximo de seu valor inicial, alcançando US\$ 10/onça.

Foi instituído um fervoroso processo jurídico acusando os especuladores, e depois de muita negociação, o governo norte americano entrou em acordo com Naji Nahas para que ele ajudasse na investigação, de forma que ele confessasse ter participado das operações, e disponibilizasse os documentos que estivessem ao seu alcance, seus

depoimentos e tudo mais que pudesse contribuir para que seus amigos Nelson e William Hunt fossem indiciados.

Este acordo suspendeu muitas penalidades que poderiam ter sido aplicadas ao investidor, mas ainda assim, Nahas incorreu em custos do processo, e foi obrigado a pagar uma multa de US\$ 250 mil, além de ter sido banido para sempre de operar no mercado de capitais dos Estados Unidos da América.

Este foi, portanto, um caso um pouco parecido no quesito concentração e manipulação de preços de um mercado. Contudo, existem diferenças tanto no modo como a operação foi planejada e desenvolvida, como na conduta da Bolsa para contornar a situação, que no Caso da Prata, operou de forma eficiente, levando o mercado de volta ao equilíbrio rapidamente

8.2. O Caso Enron

Enron, uma das maiores empresas do ramo energético dos Estados Unidos, também participou em atividades ilícitas, que resultaram na sua liquidação. No seu sistema contábil, a empresa utilizava o chamado market-to-market, em que contabilizava lucros futuros, que se firmariam a partir de projetos, e não seus ativos reais. A empresa de gás natural passou a se preocupar mais com suas ações no mercado do que com a estrutura da empresa em si. Portanto, eles alavancavam o preço de suas ações no mercado com o que ficou conhecido como “inflar e despejar”, quando executivos impulsionavam os preços para que subissem, e depois vendiam suas ações.

Grande parte do pagamento dos funcionários da Enron era feito em ações e, portanto, havia grande preocupação, dentro da empresa, para que as ações se mantivessem em alta. Muito investiam também em campanhas direcionadas ao público, para convencê-los de que valia a pena comprar papéis da empresa, dando a ilusão de que havia rentabilidade onde na realidade não havia.

Essa operação somente era possível porque a firma que realizava suas auditorias, a Arthur Andersen estava ciente e de acordo com o que ocorria, além de receber pagamentos de US\$ 1 milhão por semana. Ao mesmo tempo, a firma de advocacia responsável pela Enron, a Vinsen & Elkins, recebia honorários de valor parecido semanalmente. Portanto, a empresa estava bem apoiada por todos os lados, pois todos se beneficiavam com a estrutura vigente, e assim, ela podia continuar operando escondendo os débitos de seu balancete e aumentando seus lucros com suas ações no mercado acionário.

Quando foi percebido que havia algo de errado, foi iniciada uma investigação, e a ação da Enron caiu brutalmente. A empresa foi à falência, causando muito prejuízo no mercado, levando 20 mil pessoas ao desemprego, e os executivos, que começaram a vender suas ações em 2000, quando perceberam que não poderiam continuar agindo desta forma por muito tempo, receberam US\$ 55 milhões em bônus.

Durante a investigação, foi encontrado em um e-mail de um banqueiro a seguinte afirmação: “A Enron adora essas operações. Geram dinheiro, e a dívida não aparece no balancete”(documentário “Entenda o Caso Enron”). Ou seja, os bancos sabiam o que estava acontecendo, mas não se manifestavam porque também eram beneficiados pelas ações.

O rombo resultante foi, sem dúvida muito maior do que o deixado no mercado carioca por Naji Nahas. Mas assim como Nahas, a Enron alavancou o mercado, manipulando-o, de forma a estabelecer preços artificiais e lucrar valores consideráveis de uma maneira ilegal, desconsiderando o prejuízo que causaria à todos os outros agentes da economia.

Conclusão

Quando o relatório do Caso Nahas foi concluído pela Comissão de Fiscalização e Controle da Câmara, ainda em dezembro de 1989, o Sr. Eduardo da Rocha Azevedo, Sr. Naji Nahas, Sr. Elmo de Araújo Camões Filho, e Sr. Luiz Affonso Otero (dono da corretora Pebb) foram acusados por formação de quadrilha, sonegação fiscal, especulação, vazamento de informações sigilosas, e manipulação do mercado. Foi enfatizado no relatório que “a quebra da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro contou com a ação deliberada de Eduardo da Rocha Azevedo”, (Comissão de Fiscalização e Controle da Câmara, 1989, apud BRUM, 2002, p.113-114) baseado no depoimento de Luis Carlos Plaster, diretor da corretora Planibanc, no qual afirma que o ex-presidente da Bolsa de Valores de São Paulo entrou em contato com ele, pedindo que cessasse os financiamentos ao investidor Naji Nahas, e concluindo que ele havia feito esta solicitação a todos os bancos e corretoras que disponibilizavam crédito para as operações do Sr. Naji Nahas e do Sr. Elmo Camões Filho.

Em entrevista feita pelo Jornal do Comércio do Rio de Janeiro com a deputada Dirce *Tutu* Quadros (vice-presidente da subcomissão criada para investigar o Caso Nahas), ela deixou claro que a rivalidade entre as Bolsas carioca e paulista foi inegavelmente a causa máxima do acontecimento:

Jamais pode existir essa guerra fria entre as Bolsas do Rio e de São Paulo, com uma querendo destruir a outra, porque a destruição será do patrimônio do povo brasileiro. O Sr. Rocha Azevedo proclamava em São Paulo que iria acabar com a Bolsa do Rio e com o Naji Nahas. Ele não só acabou com a Bolsa do Rio e com o Naji Nahas, como também com o patrimônio da sociedade. O Brasil foi vítima de uma Quadrilha do Jockey Club. (QUADROS, 1989, apud BRUM, 2002, p. 118).

Em outra ocasião, a deputada voltou a acusar o Sr. Rocha Azevedo: “Dizer que este homem é um escoteiro é um absurdo. Ele quebrou o Naji Nahas na hora que quis, e levou junto grande parte do mercado financeiro.” (QUADROS, 1989, apud BRUM, 2002, p. 120).

Vemos, contudo, que mesmo ilícitas, as operações do investidor foram muito bem elaboradas e causadoras do prejuízo no mercado carioca. A enorme disputa existente entre as Bolsas do Rio e de São Paulo foi responsável pela desordem somente no sentido de ter aberto espaço (no Rio de Janeiro) para que especuladores atuassem

deliberadamente. Devido à concorrência acirrada entre as duas, a Bolsa do Rio facilitou atividades especulativas no mercado, aprovando medidas como as operações D-Zero, e não instituindo fiscalização forte o suficiente sobre a atuação dos investidores. A tentativa do Sr. Rocha Azevedo de alertar o mercado carioca do que viria a acontecer, portanto, era essencial e inevitável. Muitos investidores já estavam saindo do mercado, e bancos já percebiam a necessidade de cessar crédito à estas operações.

Além do que já foi mencionado, há mais dois fatores cruciais para que o episódio acontecesse. O tamanho do mercado de capitais na época, ainda não aberto para capital estrangeiro, era muito pequeno, doméstico, e conseqüentemente propenso à manipulação. Além disso, o fato da Bolsa carioca não ter acesso aos comitentes diretos das ações, não permitiu que fosse identificado Nahas nas pontas de venda dos papéis, com ordens vindas de corretoras paulista.

Hoje em dia, contudo, estes dois pontos não causam mais preocupação, pois o mercado já é aberto a investimentos estrangeiros, e com as novas normas instituídas pela CVM, tornou-se obrigatório haver um cadastro de todos os clientes de forma que seja possível identificar o aplicador final.

Finalizamos o trabalho com uma passagem do Jornal do Brasil do dia 13 de agosto de 1989:

Hoje, dois meses depois do mercado de ações ter atravessado uma de suas piores crises, ficou evidente que a rivalidade entre as bolsas paulista e carioca foi uma das principais causas para que o caso Naji Nahas tivesse acontecido. Não fosse a disputa entre os dois mercados, provavelmente este episódio jamais entraria para a história. (ARARIPE, 1989)

Referências Bibliográficas

BRUM, Carlos A.H. **O Último Pregão: O Caso Nahas, A Crise nas Bolsas, A Nova Lei das S.As. e o Novo Mercado.** Porto Alegre: Imprensa Livre Editora, 2002. 163 páginas.

MODIANO, Eduardo. **Terceiro Choque x Primeiro Pacto.**

CUNHA, Luiz Roberto A. **Os 3 Cruzados**

CUNHA, Luiz Roberto A. **Notas de Aula – Período 1979-1984**

CUNHA, Luiz Roberto A. **1985/1989 – Redemocratização e os Planos de Estabilização Fracassados (Ou Esperança, Frustração e Aprendizado: A História da Nova República)**

CUNHA, Luiz Roberto A. **1990/1992 – Collor e As Novas Tentativas Frustradas de Controle da Inflação, Privatização e Abertura**

CEDERJ. Curso de Economia Brasileira Contemporânea, Aula 07. **O Fracasso do Plano Cruzado, e as Tentativas do Plano Bresser e do Plano Verão**

DANTAS, Francisco de Souza: depoimento [dez. 2012]. Entrevistadora Ana de Thuin. Rio de Janeiro: 2012. 50 min. Entrevista concedida à Monografia de conclusão de curso da aluna Ana de Thuin

THUIN, Newton Kleber: depoimento [nov. 2012]. Entrevistadora Ana de Thuin. Rio de Janeiro: 2012. 30 min. Entrevista concedida à Monografia de conclusão de curso da aluna Ana de Thuin

Jornal do Brasil. **Disputa.** Jornal do Brasil, 13/08/1989

ARARIPE, Sônia. **Bolsas vão procurar trabalhar juntas.** Jornal do Brasil, 13/08/1989

CALMON, Cristina; ARARIPE, Sônia. **Ações preferenciais distorcem bolsa.** Jornal do Brasil, 17/09/1989

Jornal do Brasil. **CVM condena Nahas a pagar R\$ 10,2 milhões: Dos 55 indiciados, 29 foram condenados, entre eles o cozinheiro do megaespeculador. Penalidade de Elminho alcança R\$ 2,2 milhões.** Jornal do Brasil, Rio de Janeiro, 28/12/1994

CRISTINA, Fatima. **Demissões, nova fase do Caso Nahas.** Jornal O Globo, 20/08/1989

Jornal O Globo. **Souza Dantas: Bolsa pode fechar sem carteira própria.** Jornal O Globo, 26/08/1989

Jornal O Globo. **Mercados futuros podem ser reabertos ainda em 89.** Jornal O Globo, 2º clichê, Economia 25. 01/09/1989

WURMAN, Osias. **Bolsas de Valores: A união após o saneamento.** Manchete Economia, manchete nº1948, 19/08/1989

O Estado de São Paulo. **Opções reabrem e decepcionam: O fraco de resultado de ontem provocou pedidos de mudança no novo regulamento.** O Estado de São Paulo, página E-3, 02/11/1989

O Estado de São Paulo. **CVM admite carteira própria.** O Estado de São Paulo. 12/09/1989

Jornal do Comércio. **Imagem, questão de relativa importância.** Jornal do Comércio, Rio de Janeiro, página 17, 18/12/1989

NETO, Antenor Nascimento. **Promissória Ambulante: Condenado a 24 anos de cadeia, Naji Nahas não é dono nem da casa onde mora.** Disponível em: <http://www.matematicojorge.com/index.php?pagina=1147199406> Acesso em 10/11/2012

Estadão.com.br; **Naji Nahas vendia ações a si próprio.** Disponível em:
<http://www.estadao.com.br/noticias/nacional,naji-nahas-vendia-aco-es-a-si-proprio,202578,0.htm> Acesso em 10/11/2012

Governancorp. **Entenda o Caso Enron.** Disponível em:
<http://www.youtube.com/watch?v=4COuWw7dVbo> Acesso em 17/11/2012

Wikipedia, The Free Encyclopedia. **Enron Scandal.** Disponível em:
http://en.wikipedia.org/wiki/Enron_scandal Acesso em 17/11/2012

Estadão.com.br. **O escândalo da Enron – saiba o que está acontecendo.** Disponível em:
<http://www.estadao.com.br/arquivo/economia/2002/not20020207p24521.htm>
Acesso em 17/11/2012

Ipeadata, **Taxa de juros: CDB**, Frequência: Mensal de 1970.01 até 2009.10. Disponível em: <http://ipeadata.gov.br/>