

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE EDUCAÇÃO E CIÊNCIAS HUMANAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ANTROPOLOGIA SOCIAL

GABRIEL HENRIQUE LINO DE ALMEIDA

**INTELECTUALIDADE E PODER: UMA
ANTROPOLOGIA POLÍTICA DA REVISTA
BRASILEIRA DE MERCADO DE CAPITAIS**

SÃO CARLOS -SP
2025

GABRIEL HENRIQUE LINO DE ALMEIDA

**INTELECTUALIDADE E PODER: UMA ANTROPOLOGIA POLÍTICA DA REVISTA
BRASILEIRA DE MERCADO DE CAPITAIS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Antropologia Social da Universidade Federal de São Carlos, para obtenção do título de mestre em Antropologia Social.

Orientadora: Anna Catarina Morawska
Vianna

São Carlos-SP
2025

Almeida, Gabriel Henrique Lino de

Intelectualidade e poder: Uma antropologia política da
Revista Brasileira de Mercado de Capitais / Gabriel
Henrique Lino de Almeida -- 2025.
84f.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de São
Carlos, campus São Carlos, São Carlos

Orientador (a): Anna Catarina Morawska Vianna

Banca Examinadora: Piero Camargo Leirner, Manuel
Ramon Souza Luz

Bibliografia

1. Revista Brasileira de Mercado de Capitais. 2.
Antropologia das finanças. 3. Antropologia das elites. I.
Almeida, Gabriel Henrique Lino de. II. Título.

Ficha catalográfica desenvolvida pela Secretaria Geral de Informática
(SIn)

DADOS FORNECIDOS PELO AUTOR

Bibliotecário responsável: Arildo Martins - CRB/8 7180



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS

Centro de Educação e Ciências Humanas
Programa de Pós-Graduação em Antropologia Social

Folha de Aprovação

Defesa de Dissertação de Mestrado do candidato Gabriel Henrique Lino de Almeida, realizada em 24/11/2025.

Comissão Julgadora:

Profa. Dra. Anna Catarina Morawska Vianna (UFSCar)

Prof. Dr. Piero de Camargo Leirner (UFSCar)

Prof. Dr. Manuel Ramon Souza Luz (UFOP)

O Relatório de Defesa assinado pelos membros da Comissão Julgadora encontra-se arquivado junto ao Programa de Pós-Graduação em Antropologia Social.

DEDICATÓRIA

A Mamãe, Sosô, Chuchu e Menina, minha família felina.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à banca pela disponibilidade, pela leitura cuidadosa e pelos comentários que virão.

Agradeço a todas as minhas amigadas de PPGAS, em especial Stacy, Marinara, Leandra, Marília, Julia Silva, Thais e Pablo. Conhecê-las foi a parte mais gratificante e enriquecedora de ter realizado esta pós-graduação.

Agradeço à minha família por ter me recebido de volta em um período difícil.

Agradeço Suzana e Júlia Savarego por serem as melhores amigas que eu poderia ter.

Agradeço a todos os profissionais de saúde que cuidaram de mim nesses anos, em especial aos psicoterapeutas Natália Gualberto Assunção e Lucas Mangues Pacobello.

Agradeço a Catarina, minha orientadora, por, diferente de mim, ter tido paciência e fé a respeito (e a despeito) de meu trabalho quando eu já não conseguia mais.

Agradeço a meus gatos por me fazerem sorrir todos os dias.

Anthropology is political engagement, wether we want it to be or not.
Laura Nader, 2002, p. 230

RESUMO

Esta dissertação propõe compreender a atuação política e acadêmica de uma elite responsável por delinear o funcionamento do mercado de capitais brasileiro, sobretudo realizando pesquisas e tecendo sugestões para a regulação e a condução deste importante setor da economia. O objeto de estudo principal é a Revista Brasileira de Mercado de Capitais (Rbmec), periódico científico focado no tema do mercado de capitais publicado entre 1974 e 1996. Editada pelo finado Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), a Revista se tornou conhecida pelo seu pioneirismo ao publicar discussões acadêmicas sobre mercado de capitais no Brasil. A análise se inicia estabelecendo conexões entre o IBMEC e institutos que serviram de base intelectual e ofereceram suporte financeiro e político ao golpe civil-militar de 1964. Em seguida, a dissertação se dedica a explorar as publicações do periódico. Especial ênfase foi dada aos temas da regulação do mercado de capitais e da participação do Estado como um *player* da indústria financeira. Optou-se por realizar uma antropologia política das finanças, que situa seus debates dentro de um contexto histórico global, buscando evidenciar as conexões intelectuais e políticas que nos permitem visualizar a forma pela qual a indústria financeira produz hierarquias ao redor do mundo, a fim de evitar que caiamos na armadilha de somente reproduzir os termos e visões mobilizados pelo próprio capital financeiro.

Palavras-chave: Revista Brasileira de Mercado de Capitais; Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais; Antropologia das finanças; Antropologia política

ABSTRACT

This dissertation examines the political and academic activities of an elite group that played a decisive role in shaping the Brazilian capital market—particularly through conducting research and proposing guidelines for the regulation and management of this key sector of the economy. The main object of analysis is the *Revista Brasileira de Mercado de Capitais* (Rbmec), a scholarly journal devoted to the study of the capital market and published between 1974 and 1996. Edited by the now-defunct *Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais* (IBMEC), the journal became renowned for its pioneering role in fostering academic debates on the capital market in Brazil. The study begins by tracing the connections between IBMEC and a network of institutions that provided the intellectual foundation and financial and political support for the 1964 civil-military coup. It then turns to an in-depth exploration of the journal's publications, with particular emphasis on discussions surrounding capital market regulation and the role of the State as a player within the financial industry. Adopting a political anthropology of finance approach, the dissertation situates these debates within a broader global historical framework. By doing so, it seeks to uncover the intellectual and political connections that reveal how the financial industry produces and sustains hierarchies on a global scale—thereby avoiding the trap of merely reproducing the terms and perspectives used by the financial capital itself.

Keywords: Revista Brasileira de Mercado de Capitais; Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais; Anthropology of finances; Political Anthropology

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Lista de civis considerados pessoas-chave na formação do mercado de capitais brasileiro a partir de 1964 e cargos ocupados no governo ou setor privado.	31
Tabela 2 - Lista com pessoas-chave do IBMEC e cargos públicos ocupados.	41
Tabela 3 - Relação de artigos da Rbmec analisados no Capítulo 4.	57
Tabela 4 - Comparação entre produtos de crédito subsidiado e títulos de dívida pública oferecidos pelo Estado brasileiro entre as décadas de 1970 e 1980.	61

LISTA DE SIGLAS

Em ordem de aparição:

Rbmec – Revista Brasileira de Mercado de Capitais

IBMEC – Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

BVRJ – Bolsa de Valores do Rio de Janeiro

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IPES – Instituto de Pesquisas e Estudos Sociais

IBAD – Instituto Brasileiro de Ação Democrática

EUA – Estados Unidos da América

BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CODEMEC - Comitê para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais

UDN – União Democrática Nacional

PSD – Partido Social Democrático

SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito

CFCE – Conselho Federal de Comércio Exterior

BB – Banco do Brasil

Dasp – Departamento Administrativo do Serviço Público

CONSULTEC – Consultoria Técnica

IBRE – Instituto Brasileiro de Economia

FGV – Fundação Getúlio Vargas

APEC – Análise e Perspectiva Econômica

GEMF – Grupo de Exportação de Minério de Ferro

CNI – Confederação Nacional das Indústrias

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros

BIB – Banco de Investimentos do Brasil

FMI – Fundo Monetário Internacional

CONCLAP – Conselho das Classes Produtivos

ESG – Escola Superior de Guerra

CIA – Central Intelligence Agency

CMN – Conselho Monetário Nacional

BC – Banco Central

BCB – Banco Central do Brasil

BACEN – Banco Central

BNH – Banco Nacional de Habitação

SEC – Securities and Exchange Commission

Cepalma – Celulose e Papel do Maranhão S.A.

Proálcool – Programa Nacional do Álcool

SUMÁRIO

1.	POR UMA ANTROPOLOGIA POLÍTICA DAS FINANÇAS NO BRASIL	16
1.1.	Introdução	16
1.2.	Antropologia das elites e antropologia das	19
1.3.	Questões de método e terminologia	24
2.	O PAPEL POLÍTICO-IDEOLÓGICO DOS INSTITUTOS DE PESQUISA PARA A	
	EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	28
2.1.	Produção intelectual e ação política da elite financeira no Brasil	28
2.2.	Formação e atuação político-ideológica do Complexo IPES/IBAD	32
2.3.	A reforma financeira do Governo Militar	34
2.4.	IBMEC e a transição para a formação acadêmica	38
2.5.	A Revista Brasileira de Mercado de Capitais: fazendo teoria para fazer política	42
3.	CONTROVÉRSIAS ACERCA DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	
	BRASILEIRO	45
3.1.	Regulação: uma ideia em disputa	45
3.2.	Modelos de regulação: auto-regulação e regulação conjunta	46
3.3.	A regulação estatal no Brasil: CVM em debate	51
3.4.	Outras demandas	54
4.	O ESTADO COMO <i>PLAYER NO SETOR FINANCEIRO</i>	57
4.1.	Deslegitimando a atuação do Estado	57
4.2.	O Estado como entrave para a expansão do mercado de capitais	58
4.3.	Mudanças na paisagem do sistema bancário brasileiro	64
4.4.	A diluição da fronteira Estado/mercado	68
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	71
	REFERÊNCIAS	74

1 POR UMA ANTROPOLOGIA POLÍTICA DAS FINANÇAS NO BRASIL

1.1. Introdução

Esta dissertação propõe compreender a atuação política e acadêmica de uma elite responsável por delinear o funcionamento do mercado de capitais brasileiro, sobretudo realizando pesquisas e tecendo sugestões para a regulação e a condução deste setor da economia no país. Meu objeto de estudo é a Revista Brasileira de Mercado de Capitais (Rbmec), periódico científico focado no tema do mercado de capitais publicado entre 1974 e 1996. Editada pelo finado Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), a Revista se tornou conhecida pelo pioneirismo em publicar discussões acadêmicas sobre mercado de capitais no Brasil. Buscar-se-á analisar o modo pelo qual a Rbmec foi mobilizada como um instrumento político, capaz de amplificar e legitimar intelectualmente as demandas e a agenda política de agentes influentes do mercado de capitais.

O IBMEC foi fundado no Rio de Janeiro, em 1970, a partir de uma cisão ocorrida dentro da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ). À época, a cidade era tida como capital financeira do país, já que a BVRJ concentrava a maior parte das operações do mercado bursátil brasileiro. Comandada por militares durante a segunda metade da década de 1960, a Bolsa não vinha obtendo bons resultados financeiros. Conforme lembra Ney Carvalho (2012), filho do homônimo presidente da BVRJ entre 1962 e 1966, irmão de Fernando Carvalho, presidente da mesma instituição entre 1973 e 1976, e diretor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre maio e dezembro de 1977 (Barcellos, 2018), os setores Jurídico e Técnico eram os únicos chefiados por civis, que por sua vez não estavam satisfeitos com o estado da instituição. O engenheiro, economista e filósofo Luiz Sérgio Coelho de Sampaio, descrito como “de esquerda” e “contestador” (Carvalho, 2012, p. 13), chefiava o Departamento Técnico. Demarcando sua oposição aos dirigentes da Bolsa, transformou sua repartição em uma instituição independente, criando o IBMEC em 08 de junho de 1970. O Instituto, de acordo com texto de apresentação publicado em 1974, foi criado com o objetivo de

promover, direta ou indiretamente, a formação e aprimoramento do pessoal técnico em todos os níveis de atividades no Mercado de Capitais; desenvolver programas de pesquisas na área de interesse do Mercado de Capitais e, quando solicitado, elaborar estudos especiais e prestar assessoria a entidades públicas e privadas (Revista, 1974, p. 2)

Seguindo os objetivos propostos, em 1974, diretores do IBMEC deliberam pela criação de um periódico científico denominado Revista Brasileira de Mercado de Capitais

(Rbmec). Logo na edição número zero, o diretor responsável pelo periódico afirmava: “A Revista Brasileira de Mercado de Capitais pretende ser o veículo mais adequado no Brasil para a apresentação e debate de temas de interesse da comunidade financeira” (Netto, 1974). A Rbmec, que publicava tanto manuscritos originais de pesquisadores brasileiros quanto a tradução de artigos publicados em outros países, circulava entre empresários, acadêmicos e executivos do sistema financeiro, e se utilizava do sistema de avaliação duplo-cego somente ocasionalmente (Leal, Oliveira e Soluri, 2003), dando a seu corpo editorial o poder de pautar os temas que considerassem mais interessantes para estabelecer as bases ideológicas para a expansão do mercado de capitais no Brasil. O periódico se manteve ativo até 1996. A escolha pela Rbmec como objeto de estudo se deu não somente pelo seu caráter precursor no Brasil, como também pelas estreitas conexões entre as atividades política e acadêmica exercidas no interior do Ibmec, aspectos que serão melhor detalhados alhures.

A partir do final da década de 1970, a Rbmec passa a priorizar publicações de pesquisas realizadas dentro do Instituto, e seus números começam a ser ocupados majoritariamente por membros de seu *staff* (Coentro Filho, 1981). Os primeiros 25 anos da Revista correspondem aos seus mais prolíficos. Esse período coincidiu com os anos finais da ditadura militar brasileira, momento em que a economia doméstica passava por grande crise após o chamado “milagre econômico” (1968-1973), marcado por grandes obras de infraestrutura, forte crescimento econômico e intensa atividade industrial, mas também por censura, ufanismo, repressão política, concentração de renda e endividamento externo.

Foi também nesse período que o neoliberalismo se consagrou como sistema político-econômico hegemônico por toda a extensão do globo, e, com isso, os artigos publicados na Rbmec adquiriram um tom mais negativo acerca da condução econômica do país no final da década de 1970, alinhando-se à tendência global do mundo das finanças, que vinha promovendo uma formação mais matematizada de seus profissionais e uma postura política avessa à figura do Estado (Mackenzie, 2006; Harvey, 2007). O mercado financeiro era apresentado nos artigos do periódico como solução para o desenvolvimento nacional, e nesse sentido, os argumentos técnicos dos artigos reiteravam a crença na retração estatal como necessária para o enfrentamento de problemas macroeconômicos.

Donald Mackenzie (2006) descreve a transformação ocorrida no íterim da ciência econômica dos Estados Unidos após a Segunda Guerra Mundial, e assim nos ajuda a situar o IBMEC dentro do debate econômico global. O autor relata o processo que mudou a abordagem dos cursos de Administração de Empresas (*Business Schools*) no país, que até a década de 1950

focavam em análises institucionais, olhando as empresas de dentro para compreender seu lugar no mercado como um todo. Essa abordagem era *descritiva* e seus estudos eram influenciados por disciplinas como a psicologia e a história. Nesse cenário, o mercado acionário não era um tema dotado de prestígio acadêmico. Do mesmo modo, o setor não possuía confiança da maior parte do público investidor. Após passar duas décadas sendo sufocado pela conjuntura político-econômica global de sucessivos períodos de recessão — Crise de 29, Primeira e Segunda Guerras Mundiais —, os títulos mais comercializados eram públicos, com as dívidas de guerra do Estado ocupando a maior fatia do mercado. Mackenzie nos conta como nas décadas seguintes uma abordagem pouco prestigiada da ciência econômica torna-se o pensamento hegemônico no campo da Administração de Empresas, ao mesmo tempo em que é retomada a confiança no mercado de ações.

Das margens da academia, economistas como Milton Friedman defendiam o emprego de uma ciência econômica “positiva”, filosoficamente influenciada pelas ciências exatas e naturais. Tratava-se, em outros termos, da defesa de uma abordagem matematizada e *analítica*. Sob financiamento de instituições como a Ford Foundation e a Gulf Oil Company, houve o estabelecimento de novas *Business Schools*, que tinham como pré-condição a adoção de um modelo *science-based*. Era um requisito para a concessão de bolsas e fundos de pesquisa que elas adotassem métodos de pesquisa quantitativos, “objetivos”. Na prática, essa demanda obrigava a implementação da metodologia de Friedman e seus partidários, uma vez que não havia muitas abordagens matematizadas conhecidas nas disciplinas de administração e finanças. Com efeito, os cursos de Administração foram influenciados por essa nova ciência econômica e pela estatística nas décadas seguintes. No final dos anos de 1960, a abordagem institucional do estudo de finanças já havia sido majoritariamente desbancada pela matematizada. A “nova economia das finanças” (*new financial economics*) havia adquirido prestígio, reconhecimento e institucionalização acadêmica pelo país (Mackenzie, 2006) e logo viria a influenciar intelectuais em outras regiões, como o Brasil.

Além da filiação da Rbmec à “nova economia das finanças” por virtude da temática ali trabalhada — isto é, o mercado acionário —, a presença de países do Norte Global nas publicações como exemplos, casos a serem estudado, ou criadores de tendências inevitáveis dentro de uma linha evolutiva imaginária onde “países em desenvolvimento” se tornariam, uma vez aplicadas as mesmas políticas econômicas, “desenvolvidos”, também evidencia essa relação, uma vez que em meados dos anos 1970 essa subárea já havia alcançado posições hegemônicas na academia norte-americana.

Maria Rita Loureiro (1992) mostra como as primeiras gerações de economistas

brasileiros foram formadas por homens autodidatas, por não haver ensino de Ciências Econômicas no país. Todos eles ocupavam grandes cargos na burocracia estatal, tendo iniciado seus estudos em economia por necessidades relativas ao ofício que exerciam. Desde ao menos a década de 1950, os economistas autodidatas ligados ao Governo Federal eram constantemente enviados aos Estados Unidos para realizar cursos de pós-graduação e estágios em universidades e instituições financeiras estadunidenses (Loureiro, 1992; Barcellos, 2018) Houve, portanto, um profundo entrelaçamento entre os adeptos de uma nova escola de economistas surgida no contexto estadunidense e os economistas que ocupavam espaço no Estado brasileiro.

A empolgação dos editores da Rbmec com os Estados Unidos era escancarada pela publicação numerosa de traduções de e comentários sobre autores consagrados nos Estados Unidos como Irwin Friend (Friend, 1975, 1976; Brito, 1977) e Robert Mundheim (1975, 1976a, 1976b), assim como inúmeras análises sobre os mercados norte-americanos (Melo, 1974; Furubotn & Rose, 1976, 1978; Poser, 1980, Souza, 1981; Rodrigues, 1985). Os Estados Unidos eram, portanto, modelo a ser seguido na expansão do mercado de capitais no Brasil, e a Rbmec o principal veículo para que determinadas propostas de política econômica fossem debatidas e ganhassem legitimidade.

1.2. Antropologia das elites e antropologia das finanças

O interesse em estudar elites, campo superficialmente abordado durante minha formação antropológica, nasceu de uma curiosidade pessoal. Queria compreender como as propostas econômicas antipopulares de Paulo Guedes, então ministro e guru econômico do ex-presidente Jair Bolsonaro (2019-2022), conseguiram ganhar tração. Partindo desse interesse, minha Iniciação Científica, realizada entre 2020 e 2021, tinha por objetivo compreender como discursos e modelos econômicos apareciam na Rbmec, veículo acadêmico utilizado para que determinadas propostas de política econômica fossem debatidas e ganhassem legitimidade.

O presente trabalho inclui, modifica e expande o experimento que venho tentando desenvolver desde então. Há alguns anos busco responder à seguinte inquietação: como pode o estudo de uma publicação científica contribuir para a compreensão do processo de financeirização da economia brasileira?¹ Sendo um contexto elitizado, significa que o campo é pouco acessível — não somente no que se refere ao custo monetário para se acessar ambientes elitizados, como também pelo preciosismo e sigilo com que o setor financeiro exerce suas atividades cotidianas. Publicações, quaisquer que sejam, podem ser utilizadas como um meio

¹ “A financeirização é a aplicação explícita de valores do mercado financeiro a novos domínios”, como a vida doméstica e a educação (Bear, Ho, Tsing e Yanagisako, 2015, sem página).

para acessar opiniões, debates e compreender a filiação ideológica de instituições, grupos ou personalidades pouco acessíveis.

Essa não é uma abordagem nova na antropologia. Laura Nader (1972), em seu seminal artigo *Up the Anthropologist*, propõe um maior engajamento da disciplina com setores poderosos da sociedade norte-americana, que “moldam atitudes e controlam a estrutura institucional” do país (p. 284), como órgãos jurídicos, instituições de crédito e entidades de classe industrial e comercial. Ciente das dificuldades de acesso e do desinteresse dos poderosos em colaborar com estudos antropológicos, Laura Nader propôs que a antropologia analise também entrevistas, livros e todo tipo de documento disponível para descrever o pensamento das elites. O método se tornou amplamente empregado, por exemplo, em estudos a respeito das técnicas de burocracia e governança, estatal ou não, no Brasil e no mundo (Castilho et al., 2017; Gupta, 2012; Riles, 2006; Bevilaqua e Leirner, 2000); a análise de documentos também é utilizada por intelectuais que têm se dedicado a compreender a atuação de trabalhadores que representam o Estado, como pode ser visto no artigo de Laura Lowenkron e Letícia Ferreira sobre o (baixo) engajamento de policiais em casos de pessoas desaparecidas (2020) e por cientistas sociais interessados em descrever os modos pelos quais profissionais — sobretudo na área do direito — buscam moldar o Estado, as políticas públicas e o setor privado, criando mecanismos de governança que respondem a demandas advindas de grupos econômicos poderosos (Mattei e Nader, 2013; Mitchell, 2005; Riles, 2011).

A organização social e política de agremiações elitizadas também vem sendo estudada, utilizando-se da análise de documentos e também da observação participante, ferramenta consagrada há mais de um século entre os antropólogos para apreender e descrever os mais distintos grupos e culturas. No Brasil, Piero Leirner (1997) há anos vem se dedicando a estudar militares, Michelle Markowitz (2007) se dedicou a compreender as famílias de banqueiros brasileiros, Lúcia Müller (2006) realizou uma incursão etnográfica dentro da antiga Bovespa, Gustavo Onto (2014; 2019) fez o mesmo dentro do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), onde observou a importância da subjetividade humana nos processos decisórios sobre assuntos econômicos — um tema onde supostamente deve imperar a lógica racional — e Caio Pompeia vem buscando descrever a formação política e os recursos discursivos mobilizados pelo agronegócio no país (2020 e 2021). Também foram realizadas diversas análises sobre a atuação de organizações filantrópicas, sua importância política para os organizadores e os conflitos com financiadores e beneficiários de seus projetos, como pode ser visto nos livros de Jessica Sklair (2010), Catarina Morawska (2014) e nas pesquisas de Patrícia Kunrath Silva (2012 e 2016).

Por mais que a quantidade de antropólogos interessados em estudar grupos poderosos no Brasil venha se multiplicando desde o início do século XXI, fato é que o estudo das elites na antropologia ainda é um campo minoritário dentro da disciplina e as artimanhas para lidar com dificuldades específicas desse tipo de trabalho são pouco discutidas nos cursos de ciências sociais. Como mostram Gilbert e Sklair (2018), a abordagem proposta por Nader foi historicamente estigmatizada dentro da disciplina. A antropologia das elites voltou a ganhar proeminência a partir dos anos 1980, porém com uma abordagem acrítica, como vista nos trabalhos de Holmes e Marcus (2008) e Pina-Cabral e Pedroso de Lima (2000). A estratégia de produzir conhecimento em parceria com interlocutores, de modo a permitir que as preocupações e interesses deles se sobressaíssem às inquietações dos antropólogos, passou a ser amplamente adotada nesse campo. Apesar de seus méritos, tal escolha encarou limites e contradições, tendo gerado distorções políticas complexas ao estudar grupos poderosos. Os autores mostram, por exemplo, que Mark Dyal, antropólogo da (e de) extrema-direita, admitiu publicamente em seu *website* uma fragilidade da antropologia contemporânea: ele pôde expor argumentos racistas (com os quais coaduna) em seus trabalhos porque era o argumento mobilizado por seus interlocutores, sob a alegação de que o ponto de vista exposto não era o seu. Gilbert e Sklair defendem, em contraste, que seja retomada uma tradição crítica na antropologia das elites, em diálogo com as preocupações da economia política, que não evite mobilizar uma “linguagem de classe, capital e desigualdade” (Gilbert & Sklair, 2018, p. 10) ou confrontar os discursos encontrados em campo com outros dados (ver, por exemplo, Sklair, 2018 que contrasta argumentos encontrados em campo sobre as condições de trabalho de funcionários de uma família tradicional de fazendeiros de cana-de-açúcar no Brasil com outras fontes históricas, como matérias de jornais).

Além da antropologia das elites, também é de suma importância para este trabalho pesquisas realizadas na área dos estudos sociais das finanças. Normalmente classificados como sociológicos das finanças, Michel Callon e seus associados exploram como dispositivos de mercado, modelos econômicos e tecnologias moldam o funcionamento dos mercados (Callon, 1998; Muniesa et al, 2007; Mackenzie, 2008), dando especial atenção ao papel desempenhado por dispositivos técnicos e sua constituição histórica. Mais recentemente, uma nova geração de acadêmicos tem deslocado seus estudos para outras direções, mostrando como dispositivos sociotécnicos não somente moldam os mercados, mas são também moldados historicamente por práticas regulatórias, pela atuação política e pela disponibilidade de novas tecnologias (Riles, 2011; Pardo-Guerra, 2019 e 2020). O enfoque que esses autores dão às técnicas e tecnologias utilizadas nos mercados, aos processos históricos a elas atrelados e à produção

científico-acadêmica foi, no mínimo, inspirador para a concepção de minha pesquisa.

Contudo, os trabalhos do antropólogo Horacio Ortiz (2014 e 2020; Hart e Ortiz, 2014) sobre a indústria financeira realizam uma crítica de grande relevância a respeito dos autores supracitados. A perspectiva historicizada desses sociólogos não evidencia o caráter político das transformações do mercado financeiro e dos dispositivos sociotécnicos, que por vezes parecem agenciar relações e moldar o mercado independentemente de qualquer vontade humana. Ortiz defende a necessidade de adotar uma perspectiva crítica e contextualizada historicamente dentro de uma perspectiva global, com especial atenção à história intelectual das categorias das finanças, abordagem que denomina como antropologia política das finanças. Em texto escrito junto do também antropólogo Keith Hart, os autores afirmam que “se os antropólogos não refletirem sobre a relação entre dinheiro e conhecimento, nós arriscamos reproduzir a visão da própria indústria das finanças sobre si mesma” (p. 476).

Ortiz argumenta que a indústria financeira se configura como uma instituição política, tendo em vista que ela cria e reforça hierarquias através do seu poder de ditar a circulação de riqueza no mundo — ou seja, cria desigualdades e hierarquiza pessoas ao permitir ou impedir o acesso a crédito e serviços bancários, por exemplo. Ortiz defende que seja feito um “estudo da indústria financeira como uma instituição política”, que permita “formular uma crítica antropológica da produção de hierarquias pelo mundo” (2020, p. 6).

No presente texto, pretendo demonstrar que o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais compreendia parte dessa indústria financeira no Brasil, e que seu capital político foi construído a partir de vínculos com o Estado brasileiro construídos desde período anterior à ditadura militar. Apontarei que o instituto em questão representava a continuidade das atividades de organizações políticas responsáveis pelo patrocínio do golpe civil-militar de 1964, com base no cruzamento de dados apresentados no trabalho de René Dreifuss (1981) com entrevistas e livros feitos com e por personalidades ligadas ao IBMEC. Argumento, por fim, que o periódico acadêmico editado pelo instituto foi um meio utilizado para levar adiante propostas políticas que tinham por objetivo a desregulação do mercado de capitais e a redução das atividades do Estado na economia.

Os capítulos seguintes procuram desenvolver esse argumento. Para isso, a dissertação conta com, além desta introdução, outros quatro capítulos responsáveis por se debruçar sobre a genealogia e trajetória política do IBMEC e apresentar uma série de debates veiculados na *Rbmec* que considero bastante emblemáticos no que diz respeito ao posicionamento ideológico do Instituto.

O capítulo que se segue, *O papel político-ideológico dos institutos de pesquisa para a*

expansão do mercado de capitais, possui como objetivo principal contextualizar o leitor sobre a formação política do IBMEC e suas relações com o Estado brasileiro, que remontam à primeira metade do século XX. Nele, são trabalhadas diversas fontes históricas para demonstrar como o Instituto em questão estava associado ao chamado Complexo IPES/IBAD, que teve seus objetivos e métodos de ação destrinchados por René Dreifuss (1981). Pretendeu-se “alargar” temporalmente o trabalho do autor, destacando o papel que figuras centrais ligadas ao golpe e ao governo militar exerceram na concepção e administração do IBMEC, que além de continuar reunindo quadros que haviam atuado ou viriam a atuar em cargos da alta burocracia federal, dependeu completamente do financiamento público durante a maior parte de sua vida (Carvalho, 2012; Coentro Filho, 1981).

Já o terceiro capítulo, *Controvérsias acerca da regulação do mercado de capitais brasileiro*, aborda as discussões sobre a regulação do mercado de capitais presentes na Rbmecc. As produções relacionadas à regulação do mercado de títulos eram de tamanha relevância que apareceram em ao menos metade (vinte de quarenta) dos números analisados e ganharam até mesmo números inteiros do periódico dedicados ao tema. Alguns dos assuntos explorados foram características da regulação do mercado de capitais em países do Norte Global (Mundheim, 1976; LeRoy Lewis, 1977; Rider e Hew, 1978; Hopt, 1980), a regulação sobre políticas de *disclosure*² (Mundheim, 1975; Mendelson, 1975; Brito, 1977), reformas financeiras e bancárias (Wald, 1977; Szyniak, 1978; Souza e Montezano, 1984; Tavares, 1984; Almeida, 1985), brechas, arbitrariedades e problemas identificados na legislação brasileira (Mendonça Netto e Eizirik, 1978; Castro, 1978; Eizirik, 1979; Wald, 1980; Fonseca, 1980; Eizirik, 1980; Figueiredo Pinto, 1984), e a atuação de agências reguladoras no Brasil (Eizirik, 1980; Wald, 1980) e nos EUA (Souza, 1981). Desses, a pesquisa enfatizou dois debates que obtiveram grande destaque no periódico. O primeiro deles é a descrição e análise de modelos de regulação adotados em diferentes países — no caso, Reino Unido, Estados Unidos e Brasil. Se a variedade de métodos empregada chama atenção para as disputas acerca do grau com que a intervenção estatal deveria ocorrer, também é notável que nenhum artigo faça menção à possibilidade de haver uma regulação puramente governamental. O segundo debate diz respeito à atuação específica da Comissão de Valores Mobiliários enquanto agência fiscalizadora do mercado de capitais nacional. Os comentaristas, em sua maioria, tecem críticas negativas à autarquia federal.

Por seu turno, o quarto capítulo, intitulado *O Estado como player do setor financeiro*,

² Transparência, divulgação de informações contábeis das companhias listadas em bolsa.

traz as discussões acerca do mercado de crédito brasileiro. Como a Rbmec se tratava de um periódico voltado para a temática do mercado de capitais, os autores expressavam grande preocupação com a política de crédito subsidiado, que vinha descapitalizando as bolsas de valores do país por se tratar de uma transação de baixíssimo risco, uma vez que o credor era o próprio Estado. Havia, ainda, um incômodo latente entre os pesquisadores com outro efeito das políticas de crédito subsidiado: a retração do crédito privado para o setor empresarial, uma vez que os bancos privados não conseguiam competir com o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE) – banco público responsável pela maior parte do fornecimento de crédito subsidiado naquele momento. Os textos analisados neste capítulo possuem como característica comum se dedicar à análise da política de crédito nacional, das características do setor bancário brasileiro e das diversas formas de intervenção do Estado na economia durante as décadas de 1970 e 1980.

A conclusão, por fim, tem por objetivo realizar uma avaliação geral dos dados aqui trabalhados e defender a importância de se realizar uma antropologia crítica das elites, preocupada em descrever agenciamentos humanos e conexões políticas estabelecidas no seio do setor financeiro para compreender a formação intelectual e a consolidação do mercado de capitais brasileiro.

A escolha pelos temas aqui trabalhados se deu por ilustrarem bem a relação instável que esses intelectuais construíram com a figura do Estado. Embora esta não seja uma nova descoberta sobre a atuação dessas pessoas, descrever esses conflitos de forma mais acessível, cuidando para demonstrar casos específicos onde aparecem, é uma forma de expôr as fragilidades e incoerências internas do capitalismo.

1.3. Questões de método e terminologia

O material publicado na Rbmec é vasto. Os arquivos disponíveis *online* no *website* do CODEMEC (Comitê para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais), organização que sucedeu o IBMEC, compreendiam as digitalizações de quase todos os números publicados entre 1974 e 1989. Deste montante, são 288 artigos no total, somando também as seções “Notas e comentários”, os “Extratos de jurisprudência” e todo tipo de material suplementar — seções que compreendiam textos de menor rigor acadêmico ou voltados para outros públicos.

A seleção dos artigos aqui trabalhados teve como ponto de partida a construção de uma tabela com todos os textos publicados na Rbmec entre 1974 e 1989³. Ela consiste em

³ Devido a sua extensão, a tabela completa não foi anexada à dissertação. Optou-se por incluir no corpo do texto somente versões recortadas, que relacionam um menor número de artigos. A versão na íntegra pode ser visualizada

títulos, nomes dos autores, e o número da revista em que cada artigo foi publicado. Posteriormente, cada item da tabela foi rotulado, com base em seus títulos, resumos e sumários, dentro de um ou mais temas centrais, salvo os casos em que não se encaixavam dentro dos tópicos mais comumente debatidos no periódico. Alguns dos rótulos utilizados foram “Bancos”, para artigos sobre intermediação financeira, concentração bancária, descrições do sistema financeiro de outros países, entre outros assuntos relacionados ao setor bancário; “Direito”, para artigos sobre regulação estatal, auto-regulação, políticas de *disclosure*/transparência e afins; “América Latina” para artigos que abordam quaisquer assuntos referentes a países latinos; e “EUA” para os que se debruçam sobre o mercado do país norte-americano.. Ainda, o expediente e o conselho editorial de cada número foram lidos e registrados separadamente. O mesmo procedimento foi tomado para as eventuais Notas do Editor.

O passo seguinte foi realizar a leitura atenta desses artigos, que permitiu selecionar aqueles que possuíam conexões mais fortes entre si, e a partir de então desenvolver o argumento da dissertação. Aqui serão trabalhados, além da gênese do IBMEC em si, textos que abordaram as problemáticas da regulação econômica do setor financeiro e do mercado de crédito no Brasil.

Importavam, portanto, os debates crescentes sob a bandeira do neoliberalismo, ainda que o termo não aparecesse explicitamente nos artigos da Rbmec. Como então fazer jus às categorias mobilizadas pela instituição, ao mesmo tempo em que se evita meramente reproduzir a visão da própria indústria das finanças sobre si mesma? Trata-se de uma questão que problematiza a auto e heteroidentificação dos sujeitos estudados ao se fazer uma antropologia crítica das finanças. A escolha nesta dissertação por categorizar os autores aqui trabalhados como *liberais* — e não *neoliberais* — está ligado a um procedimento caro na antropologia, que é o de respeitar sua autoidentificação, uma vez que *neoliberal* é mais comumente usado como uma categoria de heteroidentificação.

No que se refere à autoidentificação, é incomum vermos indivíduos que optam por se descrever como neoliberais. O jurista José Luiz Bulhões Pedreira, por exemplo, autor do pré-projeto da Lei de Mercado de Capitais de 1965, da lei de criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e membro do departamento jurídico do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE, 1952-1958), referia-se a si mesmo e aos ex-ministros Roberto Campos e Octávio Gouvêa de Bulhões como liberais (Barcellos, 2018); Paulo Guedes usaria o

online pelo seguinte link: <<https://www.notion.so/Pesquisa-5681e61b4ea945e3a64d00b1cf2eb103>>. Acesso em 11 nov. 2025.

mesmo termo para se descrever em entrevista à Revista Veja em janeiro de 2006 (Fonseca, 2006). A própria página *About* no *website* da Mont Pelerin Society⁴, organização internacional pioneira formada por intelectuais liberais para pensar o futuro do liberalismo social e econômico, faz uso somente do termo “*liberalism*”, ainda que ao coletivo seja normalmente atribuída a “formação de ideias neoliberais e implementação de políticas neoliberais” (Shamas, 2017, p. 1; ver também Harvey, 2007; Mirowski e Plehwe, 2009 apresentam uma discussão mais aprofundada sobre as múltiplas dimensões do neoliberalismo, a história e as complexidades acerca do termo).

Ainda que o economista Milton Friedman tenha feito uso do termo “neo-liberalismo”, hifenizado, ainda em 1951, o marco temporal mais aceito para início dos governos neoliberais no mundo está situado entre as décadas de 1970 e 1980, e geograficamente localizado no Chile de Augusto Pinochet, nos Estados Unidos de Ronald Reagan e no Reino Unido de Margaret Thatcher (Harvey, 2007). No Brasil, o início dos governos neoliberais está mais comumente associado à gestão Fernando Collor (1989-1992), continuando até os dias atuais – ainda que estejam em discussão algumas nuances, com indícios que apontam o início da transição neoliberal ao governo Sarney (1985-1990) e implementações mais ou menos fortes deste modelo político-econômico nos governos seguintes (Araujo, 2024). Desta forma, o termo neoliberalismo não costuma compreender o período da ditadura militar brasileira, mesmo quando nos referimos a personalidades de direita que criticavam a condução econômica nacional.

Por mais que a caracterização dos autores — e do IBMEC como um todo — possa ser objeto de discussão e maior aprofundamento teórico, esse não se trata do objetivo desta dissertação, que tem como foco principal apresentar a formação histórica do Instituto e analisar os debates apresentados por publicações da Rbmec. A avaliação histórica e etnográfica realizada sustenta que escolher utilizar os termos *liberal* e *liberalismo* respeita a autoidentificação e adota a interpretação histórica mais corrente sobre o início do neoliberalismo no Brasil — o que não impede que os pesquisadores aqui analisados estivessem sendo influenciados pela tendência mundial que era o neoliberalismo, radicalizando-se contra a figura do Estado, ao mesmo tempo em que lhe era atribuído um papel bastante central na garantia de um mercado competitivo. Mobilizar os argumentos desses autores autodenominados *liberais* permite evidenciar um movimento político e ideológico neoliberal, reforçando o argumento de trabalhos críticos sobre o neoliberalismo.

⁴ Mont Pelerin Society, sem data.

Outro ponto que merece esclarecimento é a respeito da noção de *regulação*, mobilizada uma série de vezes ao longo deste texto. Aqui, tomo emprestada a definição da jurista Maria Sylvia Di Pietro (2002), que a caracteriza como o estabelecimento e a fiscalização de regras jurídicas, independentemente de quem as dita — é como se chama a atividade das agências reguladoras, por exemplo. Para a autora, o termo inclui também a *regulamentação*, que não é um sinônimo, ainda que a diferença seja sutil: essa se trata do estabelecimento de regras jurídicas pelo chefe do executivo, que detém monopólio sobre o poder *regulamentar*. A fim de evitar confusões, o termo *regulamentação* não será utilizado.

2 O PAPEL POLÍTICO-IDEOLÓGICO DOS INSTITUTOS DE PESQUISA PARA A EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

2.1. Produção intelectual e ação política da elite financeira no Brasil

A estruturação de um novo mercado de capitais brasileiro, ocorrida entre os anos 1960 e 1970, foi precedida por anos de ação política organizada por um conjunto de atores associados a companhias multinacionais interessadas em ampliar sua atuação no Brasil. René Armand Dreifuss (1981) mostra como esse grupo era formado por homens da alta burocracia estatal, empresários e diretores de empresas transnacionais atuantes no Brasil, militares de alta patente alinhados aos interesses dos Estados Unidos, políticos do centro-direita à extrema-direita – sobretudo associados à finada União Democrática Nacional (UDN), mas também por filiados ao antigo Partido Social Democrático (o PSD, do ex-presidente de Juscelino Kubitschek) e integralistas – e uma série de outros setores liberais e conservadores da sociedade brasileira.

O presente capítulo pretende demonstrar como os órgãos formados com o objetivo de desestabilizar e destituir o governo de João Goulart ganharam sobrevida no Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais durante a década seguinte, dividindo quadros com o governo e dando continuidade às tarefas de implementar as condições consideradas ideais para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e formar quadros para atuar na administração pública. Será discutida a importância basilar do Instituto de Pesquisas e Estudos Sociais (IPES) e do Instituto Brasileiro de Ação Democrática (IBAD) na articulação pelo golpe civil-militar de 1964, tido como condição fundamental para estabelecer as bases legais e institucionais necessárias para a reformulação do mercado de capitais no país, e realizado um mapeamento de agentes ligados ao IPES/IBAD que mais tarde ocuparam posições de destaque no IBMEC, evidenciando a relação de continuidade entre as instituições analisadas.

Algumas obras contribuíram enormemente para a construção deste argumento: além do texto de Dreifuss (1981), os livros de Ney Carvalho (2012) sobre a história do IBMEC e de Marta Barcellos (2018) sobre a história do mercado de capitais brasileiro também foram de suma importância para o mapeamento das personalidades aqui discutidas e .

A primeira geração de economistas brasileiros, conforme Maria Rita Loureiro (1997), era composta por burocratas que, por necessidade, adquiriram conhecimentos na área de ciências econômicas de modo autodidata, uma vez que cursos de ensino superior e pós-graduação em economia ainda não eram ofertados no país. Agências do governo e bancos públicos – tais como Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), Conselho Federal

de Comércio Exterior (CFCE), Banco do Brasil (BB), Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDE) e Departamento Administrativo do Serviço Público (Dasp) – serviram como verdadeiras

escolas práticas de formação econômica diferenciada para engenheiros, advogados e outros altos funcionários que se envolviam com as atividades de regulamentação e controle de diversos setores econômicos e com as tarefas de planejamento do desenvolvimento industrial.” (Loureiro, 1997, p. 24).

Em muitas ocasiões, as mesmas agências financiavam a formação de seus quadros em escolas de economia norte-americanas (Barcellos, 2018; Carvalho, 2012). O início desse fenômeno se daria ainda no primeiro governo Vargas, em 1930, e a tendência se intensificaria até o Golpe Militar de 1964.

Nesse ínterim, alguns nomes despontaram como pessoas de destaque dentro do aparato estatal brasileiro. Três deles se sobressaíram ainda mais entre as décadas de 1950 e 1960, e servem de base para ilustrar a trajetória de inúmeros economistas liberais brasileiros em meados do século XX. Eugênio Gudín, engenheiro de sucesso desde os anos de 1920, é considerado mentor ideológico de muitos desses profissionais (Dreifuss, 1981). Iniciou sua carreira como economista integrando diversos conselhos administrativos criados durante a era Vargas (1930-1945) e se tornaria Ministro da Fazenda em 1954, após o suicídio de Getúlio Vargas durante seu segundo governo e a subsequente posse de seu vice, Café Filho. Octávio Gouvêa de Bulhões, jurista, ingressou no Ministério da Fazenda em 1926, ascendeu dentro da instituição e chegou a presidir a SUMOC também em 1954, por indicação de Gudín. Roberto de Oliveira Campos, formado como economista por volta de 1945, era concursado pelo Itamaraty desde 1937; cresceria como burocrata no segundo governo Vargas (1951-1954), participando da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos para o Desenvolvimento Econômico, planejando a criação e dirigindo o BNDE — instituição criada para fomentar com investimentos públicos o setor privado — até 1953. Em 1955 seria indicado por Eugênio Gudín para assumir o cargo de diretor-superintendente do BNDE, subindo na hierarquia da instituição. Muito embora o então ministro tivesse pedido demissão no mesmo ano, Bulhões e Campos mantiveram seus postos no alto escalão do governo federal.

Dreifuss (1981) aponta os espaços por onde essa geração de economistas brasileiros circulava, disseminando uma ideologia que viria a marcar a sua atuação institucional ao longo de várias décadas:

figuras públicas que influenciavam a sua corrente ideológica principal davam grande importância à evolução da racionalidade empresarial e ao papel central das empresas privadas no processo de crescimento. Para o tecno-empresário Eugênio Gudín,

mentor ideológico de toda uma geração de economistas político-empresariais como Octávio Gouveia de Bulhões, Roberto de Oliveira Campos, Mário Henrique Simonsen e Antônio Delfim Netto, toda ênfase deveria ser dada às inovações organizacionais e técnicas que, então, estavam sendo introduzidas pelas corporações multinacionais. Aqueles valores eram disseminados e persistentemente apurados pelos intelectuais orgânicos empresariais através de seminários e conferências para as “elites” na Escola Superior de Guerra, em associações comerciais e industriais, clubes sociais de prestígio e centros culturais e, finalmente, através da criação de organizações de ação que se tornaram os focos de suas atividades ideológicas. (Dreifuss, ano, pp. 73-74)

Nos anos seguintes, a influência desses profissionais continuou a crescer dentro do Estado, sendo Roberto Campos um dos responsáveis por elaborar o Plano de Metas de Juscelino Kubitschek, programa de industrialização que seria a grande marca daquele governo. A partir de então, a industrialização brasileira inaugurava uma nova fase, marcada pela abertura ao capital estrangeiro e pela redução do protagonismo das indústrias de base estatais.

Concomitantemente, a carreira desses burocratas começou a decolar também fora do setor público. A análise de René Armand Dreifuss (1981) é interessante porque ressalta como eles se associavam em empresas de consultoria, como foi o caso do escritório de consultoria técnica CONSULTEC. A criação dessa empresa, liderada por homens como Roberto Campos, José Luíz Bulhões Pedreira, Mário Henrique Simonsen (então presidente da Confederação Nacional das Indústrias, CNI), Alexandre Kafka, Glycon de Paiva, Octávio Gouvêa de Bulhões e Lucas Lopes (Ministro da Fazenda de Juscelino Kubitschek), que atuavam no Estado, no setor privado ou em ambos simultaneamente, daria início a uma nova fase de sua atuação, onde essa alta burocracia do Estado utilizaria a própria máquina pública em benefício de seu jogo político (Santos, 1986; Oliveira, 2008).

A CONSULTEC denotava o esmaecimento da fronteira entre Estado e mercado: os tecnoburocratas vendiam serviços de consultoria ao capital privado ao passo que geriam a economia nacional. A influência desses tecnoburocratas-empresários era tamanha que as políticas econômicas do país passaram a atender a seus interesses pessoais. O Plano de Metas não se tratava apenas de um programa de abertura ao capital estrangeiro para acelerar o desenvolvimento nacional, mas também de uma política que favorecia os interesses dos clientes da agência de consultoria, como demonstra Dreifuss (1981), que se referia a esse grupo como uma administração paralela.

O caso mais emblemático de uso político da máquina pública viria a ser o da Hanna Mining⁵, empresa mineradora estadunidense que explorava jazidas de ferro no estado de Minas

⁵ Após um processo de fusão e de mudança no foco de atuação, tornou-se conhecida como PolyOne. Depois de novo processo de fusão, tornou-se conhecida, hoje, como Avient Corporation. A empresa, agora, é especializada no desenvolvimento e comercialização de polímeros.

Gerais ilegalmente, uma vez que a atuação de corporações estrangeiras no setor mineral estava proibida desde 1934. A companhia contratou os serviços da CONSULTEC uma série de vezes desde o fim dos anos 1950, sendo um de seus produtos o “Documento nº. 18”. Esse texto recomendava ao governo a exportação em larga escala de minério de ferro, desde que fossem atraídos recursos estrangeiros para a construção da infraestrutura necessária para seu escoamento (Reginatto, 2017). O governo João Goulart (1961-1964) cancelaria, em 1962, a concessão para exploração das minas por uma subsidiária brasileira da Hanna Mining. A autorização, porém, seria concedida novamente em 1965 (idem).

Após sua ascensão no governo JK e seu apoio à eleição do vitorioso Jânio Quadros, a renúncia do presidente trouxe novos anseios ao grupo. O advento de João Goulart e sua plataforma nacional-reformista colocara em xeque a influência da administração paralela no Estado brasileiro. Goulart representava uma mudança no populismo que vingou desde o início da década de 1950. Seu governo visava proteger o médio-empresariado nacional e possuía amplo apoio de setores populares rurais e urbanos (Dreifuss, 1981). Seu Ministro do Planejamento, Celso Furtado, era ferrenho defensor de um modelo de desenvolvimento com ampla participação estatal na economia, abordagem econômica que vinha defendendo desde os anos 1950 (Mantega, 2009).

Vendo-se ameaçado, o “bloco econômico multinacional e associado”, nos termos de Dreifuss, decide por renovar os meios de atuação e se radicalizar. Ao invés de exercer influência sobre o Estado, buscariam tornar-se Estado – agindo constitucionalmente ou não. Para isso, era necessário organizar as elites do país, construir coesão político-ideológica e atuar para conquistar as camadas médias da população.

Tabela 1: Lista de civis considerados pessoas-chave na formação do mercado de capitais brasileiro a partir de 1964 e cargos ocupados no governo ou setor privado.

Eugênio Gudín	“Mentor intelectual”; IBRE; FGV; IBAD
Roberto de Oliveira Campos	Comissão Mista Brasil-Estados Unidos; BNDE; IBRE; CONSULTEC; APEC; GEMF; Hanna Mining; Ministro do Planejamento (1964-67)
Octávio Gouveia de Bulhões	BNDE; IBRE; CONSULTEC; APEC; GEMF; Ministro da Fazenda (1964-67); Presidente do IBMEC
José Luiz Bulhões Pedreira	BNDE; CONSULTEC; APEC; Central do Brasil; Hanna Mining; redator da Lei do Mercado de Capitais de 1965

Lucas Lopes	Comissão Mista Brasil-Estados Unidos; BNDE; CONSULTEC; Hanna Mining; Conselho Nacional do Petróleo; Ministro da Fazenda (JK); GEMF
Mário Henrique Simonsen	CONSULTEC; APEC; CNI; Ministro da Fazenda (1974-79)
Alexandre Kafka	IBRE; CONSULTEC; APEC; IPES
Glycon de Paiva	Comissão Mista Brasil-Estados Unidos; BNDE; CONSULTEC; APEC; IPES
Ernane Galvêas	APEC; BNDE; Comissão de Reestruturação do IBMEC; Presidente do IBMEC
João Paulo dos Reis Velloso	Ministro do Planejamento (1969-79); Presidente do IBMEC
Thomas Tosta de Sá	Presidente da CVM; Conselho Diretor do IBMEC; Presidente do CODEMEC; Presidente do IBMEC
Horácio Mendonça Netto	Corretor; Diretor-Geral do IBMEC; Fundador da Rbmec; Presidente da CVM; BOVESPA; Idealizador da BM&F
Roberto Teixeira da Costa	Deltec; Banco de Investimentos do Brasil (BIB); Primeiro Presidente da CVM; Conselho Consultivo do IBMEC
Jorge Hilário Gouvêa Vieira	Presidente da CVM (1979-81); Conselho Diretor do IBMEC
Herculano Borges da Fonseca	Banco do Brasil; SUMOC; Assessor de JK; FMI; Diretor-Geral do IBMEC; Presidente da CVM
Paulo Guedes	Diretor-Geral do IBMEC; Vice-presidente do IBMEC; Fundador das Faculdades IBMEC; Ministro da Economia (2019-2022)
Ênio Carvalho Rodrigues	Vice-presidente do IBMEC; BVRJ; CVM
Ney Carvalho	Provindo de família de corretores; Filho de ex-presidente da BVRJ; Diretor da CVM; Conselho Diretor do IBMEC

Fonte: elaboração do autor.

2.2. Formação e atuação político-ideológica do Complexo IPES/IBAD

O capital multinacional e associado possuía certo ressentimento por sua suposta falta de poder político. Apesar de terem muito mais poder econômico do que as oligarquias rurais

brasileiras, os políticos oriundos dessa facção eram muito mais numerosos. Conservadores, possuíam pouco interesse em integrar a luta dos tecnoburocratas-empresários. Um dos desafios postos a eles era o de como construir consenso entre setores tão distintos. Como pontua Dreifuss, haviam ainda “clivagens sociais, culturais e étnicas” (1981, p. 179) entre a elite brasileira que dificultavam a construção de um grupo ideologicamente coeso para derrubar o governo de João Goulart.

Uma das primeiras ações tomadas pelos diretores da CONSULTEC, principais representantes do bloco do capital multinacional, foi o de criar uma publicação especializada em assuntos econômicos, a Análise e Perspectiva Econômica (APEC), empreendimento que possui semelhanças com a Revista Brasileira de Mercado de Capitais, tema dos capítulos posteriores desta dissertação. Tratava-se de “uma publicação especializada de alta qualidade técnica com o ‘fim de defender os interesses públicos e privados’” (Dreifuss, 1981, p. 89), voltada para o público empresarial. Tinha por objetivo disseminar os pontos de vista do bloco entre esse setor da sociedade.

A sinergia entre a elite empresarial era forte no sentido de intensificar a formação política de sua classe. Um segundo grupo⁶ havia criado o Conselho das Classes Produtoras (CONCLAP), associação de classe com objetivos semelhantes aos da APEC. Profundamente anticomunista, a CONCLAP “apresentava uma defesa intransigente da empresa privada, da estabilidade financeira e monetária e do capital estrangeiro, negando ainda ao governo o direito de possuir praticamente qualquer bem” (Dreifuss, 1981, p. 97). O Conselho, especialmente em sua filial carioca, era intimamente ligado à Escola Superior de Guerra (ESG).

A união entre os representantes das companhias multinacionais, da classe produtora brasileira e dos setores mais conservadores do exército vinha se tornando mais robusta. Essas conexões permitiram a construção de coesão ideológica entre diferentes representantes da burguesia brasileira. A forma mais avançada dessa convergência, porém, se daria com a criação de duas outras organizações: o Instituto Brasileiro de Ação Democrática (IBAD) e o Instituto de Pesquisas e Estudos Sociais (IPES), que reuniram nomes da CONSULTEC/APEC, do CONCLAP, da ESG, da American Chamber of Commerce, além do apoio de deputados e da Central Intelligence Agency (CIA), agência de inteligência do governo estadunidense (Dreifuss, 1981; Santos, 1986; Oliveira, 2008).

O complexo IPES/IBAD desenvolveu um amplo conjunto de atividades políticas, econômicas e ideológicas voltadas para combater o governo de João Goulart e conter o avanço

⁶ Formado por pessoas como Gilbert Huber Jr., militante anticomunista e membro do IPES; Jorge Behring de Mattos, presidente da Associação de ex-alunos da ESG (ADESG) e Jorge Oscar de Mello Flores, também do IPES.

das forças de esquerda no Brasil. Suas ações incluíam a produção e difusão de propaganda anticomunista, o financiamento de campanhas eleitorais de candidatos conservadores, a organização de cursos, seminários e publicações voltados à formação de lideranças empresariais e políticas alinhadas ao liberalismo e à “democracia ocidental”, além de atuar em redes de influência junto às Forças Armadas, à Igreja e à imprensa. Segundo Dreifuss, o complexo IPES/IBAD foi essencial na articulação civil que preparou o terreno para o golpe militar de 1964.

Os institutos, como grupos que possuíam uma ampla correlação de forças, traziam consigo divergências internas ligadas às diferentes origens sociais e regionais de seus dirigentes e militantes. Um exemplo disso se dava nas distintas formas de atuação entre seu braço paulista e seu braço carioca: o primeiro se envolvia mais em atividades secretas e ilegais; o segundo, pautava a discussão pública (Dreifuss, 1981). Contudo, todas as pessoas que constituíam o grupo se uniram sob uma proposta: a de derrubar o governo nacional-reformista de João Goulart (*idem*).

O golpe de estado foi consumado, em 1964, com apoio financeiro e ideológico do complexo IPES/IBAD. Ainda no primeiro ano do governo, Roberto Campos e Octávio Gouvêa de Bulhões assumem, respectivamente, as pastas do Planejamento e da Fazenda. Um processo de reformas do setor financeiro é deflagrado, com objetivo principal de estruturar o mercado de capitais no Brasil.

2.3. A reforma financeira do Governo Militar

Vimos que o governo João Goulart representava uma ameaça para o bloco econômico multinacional e associado. O nacional-reformismo pautava aumentos salariais, redução do analfabetismo e defendia os interesses do empresariado brasileiro, propondo um modelo de desenvolvimento com intensa participação estatal, incluindo a nacionalização de setores como minas e energia. Todas essas propostas iam na contramão do que defendia o grupo ligado ao capital transnacional. A perda de seu poder político e a crescente aprovação de Goulart entre as classes populares fizeram com que esse bloco mudasse a forma como agia. Decidiram se organizar politicamente como uma grande frente, investindo em propagandas contra o governo e na formação de coesão ideológica entre seus apoiadores. Seu objetivo era desestabilizar o governo e, em seguida, tornar-se Estado, fosse seguindo a constituição ou não.

A estratégia foi politicamente bem-sucedida. O Golpe Civil-Militar de 1964 depôs João Goulart e o forçou ao exílio político, fugindo para o Uruguai. Na sequência, dois dos maiores

representantes do bloco econômico são conduzidos aos Ministérios responsáveis pela condução econômica do país. Uma vez que passaram a ocupar esses postos, deram início ao processo de regulação do mercado de capitais, planejado e executado aos moldes dos mercados de países anglófonos como Reino Unido e Estados Unidos. Nos anos seguintes, ainda seriam deflagrados outros benefícios ao setor financeiro, entre eles: incentivos fiscais para o investimento no mercado de capitais; maior abertura para investimentos estrangeiros no país e a criação de agências governamentais responsáveis por estruturar o setor, como o Conselho Monetário Nacional, e reguladoras, como o Banco Central e, mais tarde, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Esta seção propõe descrever brevemente os novos marcos regulatórios e a criação do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), que, após concluídos os objetivos do IPES e do IBAD, tornou-se o responsável pela formação de pessoal para o novo mercado de capitais, de quadros para atuar no Estado e pela elaboração de pesquisas e políticas públicas voltadas ao setor.

Antes de adentrar nas reformas impulsionadas pela ditadura militar, porém, é imprescindível compreender a relação entre mercado de capitais e desenvolvimento nacional tão presente nas falas que apresentarei adiante. O objetivo do mercado de capitais é de canalizar a poupança a fim de levantar fundos para custear o crescimento de empresas. Abre-se o capital de uma companhia para que ela possa financiar a expansão de suas operações sem depender de volumosos empréstimos com o setor público ou privado – daí a ideia de que o mercado de capitais seria um importante motor do desenvolvimento nacional: trata-se de um complemento ao crédito, uma forma alternativa para se obter financiamento sem a necessidade de se comprometer a pagar juros.

Do ponto de vista do investidor, para valer a pena alocar sua poupança no mercado de capitais, é necessário que o valor investido tenha uma trajetória de preço ascendente, acima da inflação e da poupança pública, proporcionando uma valorização constante e substancial de seus ativos financeiros, que podem ser vendidos a qualquer momento. Também é possível obter retornos através do pagamento de dividendos, parcela do lucro operacional que companhias abertas compartilham com seus acionistas.

Um mercado de capitais pujante, portanto, deve ser capaz de atrair investidores e empresários ao mesmo tempo. Ele é beneficiado, por exemplo, por uma inflação baixa (dá ao investidor maior capacidade de poupança), baixo nível de risco para empresas e investidores (o que está atrelado à atuação das instituições reguladoras, públicas ou privadas, que fornecem segurança jurídica), baixas taxas de juros (títulos públicos desvalorizados levam os investidores a aplicar suas poupanças no mercado de capitais) e incentivos fiscais (quanto menos impostos

forem cobrados, maior será o interesse por investir). Para garantir o crescimento do mercado de capitais no Brasil, ainda houve a preocupação de torná-lo atrativo para investidores estrangeiros. Para internacionalizá-lo, buscou-se criar regras familiares às vistas nos mercados “mais desenvolvidos”. As reformas iniciadas em 1964 seguem esses preceitos.

Em 31 de dezembro de 1964, os golpistas iniciam a reestruturação do setor financeiro no Brasil com a aprovação da Lei Nº. 4595, conhecida como Lei da Reforma Bancária. Essa lei estruturava o novo Sistema Financeiro Nacional, criando novas instituições responsáveis por conduzir as políticas públicas voltadas ao setor. Entre as maiores alterações, estavam: i) tirar do Banco do Brasil a incumbência de atuar como um Banco Central, criando assim o Banco Central da República do Brasil⁷, que ainda se tornaria o primeiro órgão fiscalizador do mercado de capitais; e ii) criar o Conselho Monetário Nacional, em substituição à SUMOC, que seria formado pelos Ministros da Fazenda, do Planejamento e pelo presidente do Banco Central, e teria como atribuição elaborar as políticas monetárias e de crédito do país (Brasil, 1964). Assim, entre os objetivos desta lei, vale destacar o de criar instituições que garantiriam a vigilância do mercado bursátil e a estabilidade da economia brasileira.

No ano seguinte, seria aprovada um importante marco legal para o mercado bursátil brasileiro: a Lei do Mercado de Capitais, Nº. 4728, com anteprojeto escrito por José Luiz Bulhões Pedreira. A lei em questão i) estabelecia as instituições responsáveis pela organização, fiscalização e por apoiar o desenvolvimento desse mercado; ii) atribuía deveres e obrigações a todos os agentes econômicos atuantes no setor; e iii) encerrava o regime cartorial, no qual se dependia de indicação do governo para exercer o cargo de corretor nas bolsas de valores, que então se tornava um direito hereditário (Brasil, 1965; Barcellos, 2018; Carvalho 2012).

Considerada essencial para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, muitos relatos podem ser encontrados exaltando essa legislação e festejando sua aprovação. A jornalista de finanças Marta Barcellos afirma que a lei deflagrou “o processo de organização do mercado, junto com as medidas essenciais para seu desenvolvimento” (Barcellos, 2018, p. 13).

Roberto Teixeira da Costa, então diretor do Banco de Investimentos do Brasil (BIB) e mais tarde primeiro presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), escreveu em janeiro de 1966:

O que torna o ano de 1965 um termo de referência foram as medidas tomadas e que deverão nos próximos anos criar as condições indispensáveis à existência de um mercado de capitais realmente delineado, no sentido de canalizar às empresas e ao

⁷ Hoje somente Banco Central do Brasil (BC, BCB ou BACEN).

Estado os recursos necessários ao seu progresso. (Costa, 2007, p. 105)

Ney Carvalho, membro de uma família tradicional de corretores, filho e irmão de ex-presidentes da BVRJ, afirmou em seu livro que

Entre os méritos do regime iniciado em 1964 está o de ter libertado as bolsas e o mercado de capitais do sistema cartorial, que vigorou desde a Lei dos Entraves, de 1860, com o breve hiato do Encilhamento (...). Um sopro inovador surgiu com a Lei Nº. 4728/1965 — Lei do Mercado de Capitais —, que permitiu a oxigenação das bolsas e um arejado espírito de competição. (Carvalho, 2012, p. XXI)

O jurista José Luiz Bulhões Pedreira, autor do anteprojeto, disse em entrevista:

Os objetivos [da Lei de Mercado de Capitais] eram realmente organizar o mercado para que viesse a ser um instrumento importante de desenvolvimento econômico. Organizou-se não só a legislação de bolsas, como a criação dos bancos de investimento e das corretoras. Até então só existiam os corretores de fundo público, nomeados pelo governo. Não haviam corretoras. A bolsa era de prepostos de fundos públicos. (...) O modelo que se tomou foi o americano. Mas não inteiramente (...) Só agora o mercado desenvolveu aspectos que estavam na lei e ninguém tinha percebido. A legislação estava muito adiante. (...) Os mercados se desenvolvem muito mais nos Estados Unidos e na Inglaterra, do que no resto da Europa. O americano criou vários institutos novos, que não eram conhecidos pelos europeus. Primeiro, tivemos que verificar as vantagens práticas dos institutos americanos.” (Barcellos, 2018, pp. 28-31)

O objetivo da Lei, como se pode ver, era o de canalizar investimentos para o mercado brasileiro, garantindo aos investidores que haveria menor risco em apostar em companhias brasileiras: agora, as empresas listadas e as próprias Bolsas deveriam seguir regras, sob vigilância do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional. Houve também a preocupação em expandir a quantidade de trabalhadores do setor, a fim de comportar o crescimento da que o governo previa para o mercado de capitais. O fim do sistema cartorial das atividades de corretagem estabeleceu a figura das sociedades corretoras sob a justificativa de criar um ambiente mais competitivo, onde as corretoras e os bancos de investimento deveriam oferecer melhores preços para seus serviços financeiros (como taxas de corretagem). Tudo isso se tratava da adequação a normas e padrões estabelecidos em países do Norte Global – sobretudo anglófonos –, uma demanda do capital transnacional para investir no país (Dreifuss, 1981).

O mês de dezembro de 1976 também seria de grande importância para o mercado de capitais brasileiro. A da Comissão de Valores Mobiliários, que criava a autarquia responsável pela vigilância e regulação do mercado de capitais, vinculada ao Ministério da Fazenda, foi promulgada no dia 7 daquele mês (Brasil, 1976a). Sua criação veio na esteira de queixas sobre o acúmulo de funções do Banco Central, responsável pela condução das políticas monetárias e de crédito do país, que não vinha obtendo êxito ao tentar exercer suas atividades como regulador do mercado de capitais.

A necessidade de um órgão voltado estritamente às atividades regulatórias passou a ser mais amplamente discutida após a grande crise das bolsas brasileiras ocorrida em 1971, resultado da forte especulação gerada após a iniciativa do governo federal de baixar medidas de isenção fiscal para incentivar o alocamento de poupança no mercado financeiro. Há relatos de que teria ocorrido naquele ano, durante pregão da BVRJ, um episódio em que um operador chegou a fechar a venda de ações da companhia fictícia Merposa — sigla para Merda em Pó S.A. —, antes de revelar a seus colegas que se tratava de uma piada a respeito da falta de fiscalização nas atividades do mercado de capitais brasileiro (Barcellos, 2018; Informante, 2024).

Ari Cordeiro Filho, que chefiava a Gerência de Mercado de Capitais do Banco Central em 1971, afirmou que não havia estrutura institucional suficiente para a devida fiscalização por parte do BC, incapaz de “apurar as responsabilidades e condenar as pessoas” (Barcellos, 2018, p. 65) que atuavam no mercado. João Paulo dos Reis Velloso, Ministro do Planejamento entre 1969 e 1979, aponta que “era importante haver uma Securities and Exchange Commission (SEC, órgão regulador norte-americano) no Brasil” (Barcellos, 2018, p. 91).

No dia 15, pouco mais de uma semana depois, seria sancionada também a Lei nº. 6404, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, que define o termo e estabelece uma série de normas para o funcionamento das companhias de capital aberto no país (Brasil, 1976b). Ambas respondiam a demandas do mercado bursátil e viriam a ser tema de discussões publicadas dentro da Revista Brasileira de Mercado de Capitais, objeto de estudo dos próximos capítulos.

2.4. IBMEC e a transição para a formação acadêmica

Destituído o governo e implementadas as reformas que delineavam o funcionamento dos mercados financeiro e de capitais no Brasil, os objetivos do complexo IPES/IBAD haviam sido atingidos. O bloco econômico multinacional não mais precisava construir instituições associadas aos militares, às oligarquias rurais e ao integralismo. Poderiam, finalmente, focar em desenvolver o mercado que estruturaram.

Neste contexto, o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC) desponta como um dos importantes fomentadores das discussões sobre o mercado de capitais no país. Em artigo comemorativo sobre os dez anos de IBMEC, o pesquisador Aílton Coentro Filho (1981), do quadro de funcionários do Instituto, reconta sobre a sua fundação :

É nesse quadro de importantes modificações na estrutura do sistema financeiro nacional que surgiram as primeiras iniciativas para a criação do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. Em fins de 1967, o Departamento Técnico da Bolsa de

Valores do Rio de Janeiro organizou um programa de cursos destinado a conferir conhecimentos específicos sobre mercado de capitais aos seus técnicos. No ano seguinte, o Rio de Janeiro foi sede da III Reunião de Bolsas e Mercados de Valores da América. Tal Comissão era assessorada por um Centro de Informações, com sede em Buenos Aires, e um Centro de Assessoramento, Pesquisas e Estudos de Mercado de Capitais (CAPEMEC) com sede no Rio de Janeiro. Em maio de 1969 foi realizada na Guatemala a primeira reunião oficial da Comissão Permanente, que decidiu pela instalação definitiva do CAPEMEC no Rio de Janeiro. Deste Centro de Assessoramento, Pesquisas e Estudos de Mercados de Capitais surgiu, enfim, em junho de 1970, o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, inicialmente com recursos concedidos pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (Coentro Filho, 1981, p. 337)

O relato de Ney Carvalho (2012) se dedica a contar com mais detalhes a fundação do Instituto, expondo inclusive desavenças entre seu criador e a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. De acordo com o ex-presidente da BVRJ, o IBMEC surge a partir de uma cisão dentro da bolsa carioca, maior instituição brasileira do tipo naquele momento. Comandada por militares durante a segunda metade da década de 1960, a Bolsa não vinha obtendo bons resultados financeiros. Os setores Jurídico e Técnico eram os únicos chefiados por civis, que por sua vez não estavam satisfeitos com o estado da instituição. O engenheiro, economista e filósofo Luiz Sérgio Coelho de Sampaio, descrito como “de esquerda” e “contestador” (idem, p. 13), chefiava o Departamento Técnico. Demarcando sua oposição aos dirigentes da Bolsa, transformou sua repartição em uma instituição independente, criando, em 08/06/1970, o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, com os objetivos de desenvolver pesquisas e difundir o conhecimento técnico sobre o setor financeiro no Brasil e formar novos técnicos altamente capacitados para atuação na área.

Dizer que o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC) nasceu com o intuito de dar continuidade às atividades exercidas no seio do IPES e do IBAD seria arriscado. Não encontrei documentos que me permitam afirmar isso. No entanto, esse grupo afastou o fundador do Instituto do cargo de diretor-geral pouco mais de dois anos após sua fundação (Carvalho, 2012). Logo, o IBMEC também seria gerido pelos responsáveis pela condução econômica do país.

Em seus primeiros anos de existência, as operações do Instituto eram integralmente custeadas pela BVRJ. No entanto, conforme mencionado anteriormente, a situação financeira da bolsa não era positiva, e Sampaio, desafeto dos militares, desejava alcançar maior independência da instituição da qual se separou (Carvalho, 2012). Walter Moreira Salles aceitou convite para atuar como primeiro presidente do IBMEC, tendo sido responsável por negociar as instalações do Instituto em um prédio anexo ao Museu de Arte Moderna do Rio de Janeiro e criar a Comissão de Reestruturação do IBMEC, que dava prosseguimento aos planos

de continuar se afastando da Bolsa e ainda buscava novos patrocinadores e sócios para o Instituto. A Comissão já contava com nomes de peso da administração pública federal, como Ernane Galvêas, então presidente do Banco Central, e teria conseguido que diversos órgãos do setor público se tornassem sócios da instituição: Banco Central (BC), Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal, Banco Nacional de Habitação (BNH) e Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE). Encerrado o mandato de Moreira Salles, em 1972, Octávio Gouveia de Bulhões, ex-Ministro da Fazenda e CONSULTEC, foi eleito presidente do IBMEC.

A gestão de Bulhões logo elegeria o Conselho Consultivo do Instituto, que contava com 11 membros, dos quais 8 provinham do setor público: Antônio Delfim Netto, Ministro da Fazenda; João Paulo dos Reis Velloso, do Planejamento; Jarbas Passarinho, da Educação; Marcos Pratini de Moraes, da Indústria e Comércio; Ernane Galvêas, do BC; Giampaolo Marcello Falco, da Caixa; e Rubens Vaz Costa, do BNH. Foi durante este mandato que Sampaio foi substituído do cargo de diretor-geral, em agosto de 1972 (Carvalho, 2012).

O que se tem nos anos seguintes é uma sucessão de trocas entre o IBMEC e o Estado brasileiro: ex-ministros iam para a instituição; diretores do Instituto se tornavam ministros, presidentes de autarquias ou bancos públicos. Os Conselhos Diretor e Consultivo também faziam parte desse troca-troca. Mário Henrique Simonsen e Roberto Teixeira da Costa, por exemplo, representavam o setor privado dentro do primeiro Conselho Consultivo do Instituto. O primeiro se tornaria Ministro da Fazenda em 1974, e indicaria o segundo para presidir a recém-criada CVM.

Tabela 2: Lista com pessoas-chave do IBMEC e cargos públicos ocupados.

Pessoa	Cargos ocupados
Luiz Sérgio Coelho de Sampaio	Fundador do IBMEC; diretor-geral do Instituto; ex-superintendente do Departamento Técnico da BVRJ
Walter Moreira Salles	Primeiro presidente do IBMEC; fundador do Unibanco e do BIB; atuou na diplomacia brasileira sob vários governos; ex-Ministro da Fazenda.
Octávio Gouveia de Bulhões	Segundo presidente; ex-Ministro da Fazenda
Casimiro Antônio Ribeiro	Terceiro presidente; ex-BB, SUMOC e BC
Ângelo Calmon de Sá	Quarto presidente; ex-BB
Jorge Gerdau Johannpeter	Quinto presidente, com carreira no setor privado
Ernane Galvêas	Sexto presidente; antes, diretor-geral do IBMEC; Presidiu o BC e foi Ministro da Fazenda (1980-85)
João Paulo dos Reis Velloso	Sétimo presidente; ex-Ministro do Planejamento (1969-79)
Horácio de Mendonça Netto	Diretor-geral (até 79)
Herculano Borges da Fonseca	Diretor-geral (até 81); (ex-BB, SUMOC, FMI e assessor de JK)
Roberto Castello Branco	Primeiro vice-presidente do IBMEC (até 83), cargo que substituiu o de diretor-geral; realizou estágio de pós-doutoramento na Universidade de Chicago; Diretor do BC; Presidente da Petrobrás (2019-2021)
Paulo Roberto Nunes Guedes	Diretor-técnico; Segundo vice-presidente; Ministro da Economia (2019-2022)
Ênio Carvalho Rodrigues	Terceiro vice-presidente (ex-BVRJ; futuro CVM)
Thomás Tosta de Sá	Quarto vice-presidente; oitavo e último presidente (ex-CVM)

Fonte: elaboração do autor.

Após concluídos os objetivos do IPES e do IBAD, O IBMEC parece ter se tornado o responsável pela formação não somente de profissionais qualificados para atuar no novo mercado de capitais, mas também de quadros para atuar na burocracia estatal. As atividades do instituto eram quase integralmente financiadas pelo setor público, como mostram Carvalho (2012) e Coentro Filho (1981), que ainda se queixavam da falta de interesse do capital privado pelo instituto. A tabela acima ilustra o entrelaçamento entre o IBMEC e o governo brasileiro.

O que se pretende aqui é demonstrar que a atuação do Instituto não se limitava às tarefas acadêmicas, uma vez que seus maiores clientes eram órgãos governamentais e muitos de seus quadros compartilhavam atribuições no Estado, provinham dele ou passaram a atuar lá. A formação de profissionais qualificados parecia não focar somente no mercado de capitais, sendo possível que o Instituto tenha intermediado uma série de indicações a cargos comissionados no governo federal.

2.5. A Revista Brasileira de Mercado de Capitais: fazendo teoria para fazer política

A partir desta seção o foco da dissertação se volta para o periódico científico editado pelo IBMEC, a Revista Brasileira de Mercado de Capitais. A Revista foi criada em 1974, introduzida por Horácio de Mendonça Netto, seu diretor chefe, da seguinte maneira: “A Revista Brasileira de Mercado de Capitais pretende ser o veículo mais adequado no Brasil para a apresentação e debate de temas de interesse da comunidade financeira” (Mendonça Netto, 1974). A Revista circulava entre empresários, acadêmicos e executivos do sistema financeiro, tendo sido publicada até 1996. Nesta pesquisa são analisadas os números editados até o fim do ano de 1989, digitalizados e disponibilizados gratuitamente pelo Comitê para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais (CODEMEC), organização que deu continuidade a algumas das atividades do IBMEC na década de 2010, em seu *website*.

A Rbmec foi um importante periódico voltado para pesquisas em finanças no Brasil, sendo considerado um dos pioneiros no país no que se refere a essa temática. Sua proposta era trazer pesquisas voltadas ao mercado de capitais para o Brasil, tanto na forma de tradução quanto de textos inéditos. Em artigo analisando as publicações científicas brasileiras na área de finanças, Leal, Oliveira e Soluri (2003) afirmam que a Rbmec “utilizava um comitê editorial, com um ocasional processo de *blind review*, em particular nos últimos anos, segundo informações recebidas de um de seus antigos editores” (pp. 92-93).

Podemos inferir, desse modo, que o comitê editorial da Rbmec possuía grande poder sobre o que era veiculado na Revista, escolhendo a dedo seus artigos e ignorando, na maior parte do tempo, o processo de emissão de pareceres duplo-cego, já há muito estabelecido como padrão dentro da comunidade acadêmica. Um dos efeitos dessa postura se deu com a inflação, potencialmente artificial, da quantidade de publicações de autoria dos próprios técnicos do IBMEC, como demonstram Leal, Oliveira e Soluri:

Vários autores publicaram somente em um periódico, notadamente a RBMEC. Treze autores, quase metade dos autores mais prolíficos listados [em sua pesquisa], publicaram somente na RBMEC. Há indícios de que a revista servia de veículo para

a divulgação dos trabalhos de pesquisa do antigo Ibmec, e, como citamos anteriormente, os processos de blind review nesse periódico eram ocasionais. Isso de forma alguma desmerece a revista, mas sugere o papel da RBMEC como *house organ* (2003, p. 99)

O “indício” mencionado era, na verdade, uma atitude deliberada e declarada: a Revista se tornou um órgão para publicizar as pesquisas e os técnicos do Instituto. Em artigo comemorando os dez anos de IBMEC, o membro do *staff* Aílton Coentro Filho afirma que:

a Rbmec vem, gradativamente, firmando-se como uma publicação cada vez mais voltada para a divulgação de estudos e pesquisas desenvolvidas por pesquisadores do IBMEC [...]. Aos poucos, a Revista passou a engajar crescentemente as opiniões de técnicos do Instituto, bem como resultados de pesquisas desenvolvidas internamente (Coentro Filho, 1981, p. 340).

Os primeiros anos da Rbmec, contudo, foram diferentes. A Revista contava com inúmeras propagandas do setor privado, algo bastante estranho a periódicos científicos, como bancos e Bolsas de Valores. Boa parte dos artigos correspondia a traduções de autores consagrados no campo das finanças nos Estados Unidos, como Irwin Friend (1975, 1976), Robert Mundheim (1975, 1976a, 1976b), Irving Pollack (1979) e Larry Sjaastad (1975, 1976, 1983). O ritmo de publicações também era frenético: os números eram lançados, a princípio, em regime quadrimestral; mais tarde, seriam editados quatro números por ano. Alguns deles contavam com mais de dez artigos publicados. No final da década de 1980 o ritmo é bastante reduzido, e a Rbmec passa a ser lançada de modo inconsistente.

O advento dos governos neoliberais pelo mundo, no final dos anos 1970, parece ter mudado o tom do periódico, que adquire uma postura muito mais combativa contra a figura do Estado. O fracasso da ditadura militar em obter bons indicadores econômicos após a Crise do Petróleo gerou uma mudança discursiva generalizada. Analisando o noticiário político e econômico brasileiro do período, Grün (2007) identificou críticas ao Estado provindas tanto de jornalistas e colunistas identificados como de esquerda, quanto de escritores relacionados ao empresariado, destacando o uso constante do termo “mordomia” por ambos os setores para tecer críticas negativas ao governo federal como um todo. Para o primeiro grupo, “o Estado impedia a expressão da sociedade civil que começava a entrar em ebulição” (p. 384); para o segundo, “o Estado invadia o ramo dos negócios e áreas de regulação que deveriam estar sob controle do empresariado privado” (idem). Nota-se, assim, que comentaristas pertencentes a diferentes campos políticos expressavam desejo pela redução do Estado brasileiro, e os posicionamentos veiculados na Rbmec não destoavam do que era apresentado em jornais e revistas de ampla circulação. O periódico apenas acompanhava uma tendência generalizada no Brasil.

Nos capítulos seguintes, dedicar-me-ei à produção científica veiculada na Revista, em especial no que diz respeito a dois assuntos: políticas de regulação e política de crédito no Brasil.

3 CONTROVÉRSIAS ACERCA DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

3.1. Regulação: uma ideia em disputa

Um artigo assinado pela Comissão de Valores Mobiliários (1979) descreve o projeto político-econômico do regime instaurado em 1964 como “uma nova diretriz governamental” (Comissão, p. 478), que tinha por objetivo “implementar uma política de desenvolvimento econômico a qual, entre outros fatores, exigia um forte sistema financeiro” (idem, p. 479). Porém, o texto fornece um incomum comentário negativo sobre a celebrada Lei de Mercado de Capitais de 1965: a legislação teria tipificado as instituições atuantes no mercado de capitais e estabelecido os responsáveis pela organização do setor no país, mas não se dedicava a delimitar as funções de cada uma. Em outras palavras, e para nos atermos à temática trabalhada no artigo em questão, embora o texto descrevesse as diferenças entre bancos comerciais e bancos de investimento, ele não delimitava que cada espécie de banco atuasse somente dentro de seu domínio, nem estabelecia regras antitruste. Em suma, as atividades exercidas pelas instituições foram mal separadas. Era possível que uma mesma empresa operasse tanto no ramo de crédito privado quanto no de investimentos — áreas encaradas como concorrentes diretas, pois ambas têm por objetivo atrair clientes que buscam financiamento para expandir suas operações. Com isso, os grandes bancos comerciais puderam adquirir ou criar suas próprias sociedades corretoras e seus bancos de investimento, formando conglomerados financeiros que acabaram por intensificar a concentração bancária.

O principal desdobramento dessa lacuna na Lei de 1965 foi o estabelecimento de uma paisagem anticompetitiva no sistema bancário nacional, onde um pequeno número de conglomerados — hoje composto por cinco instituições financeiras, das quais três são privadas e duas públicas — controla mais da metade das operações de crédito e dos ativos financeiros no Brasil (Poder 360, 2025). Em 1979, para a CVM, havia sinais de que os bancos comerciais não adentraram o mercado de capitais buscando lucrar, mas apenas se expandir e desidratar as sociedades corretoras tradicionais, vistas como suas concorrentes diretas. Para a autarquia, naquele momento — quando os grandes conglomerados financeiros eram mais numerosos do que hoje —, essa atuação já configurava “um possível abuso de poder de mercado” (pp. 483-4).

Chama atenção o fato de que a CVM, mesmo tendo sua direção apontada pelo próprio governo, não obteve êxito ao pedir por uma regulação comprometida em criar um ambiente mais competitivo para o mercado de capitais nacional, separando o mercado de crédito do

mercado de valores mobiliários e impedindo a criação dos conglomerados financeiros.

Contradições como essas são pontos de análise frutíferos para que possamos compreender processos internos ao liberalismo econômico brasileiro. A própria CVM foi objeto de análise: ora suas ações eram contestadas, ora o mercado de capitais brasileiro como um todo apresentava sinais de melhora devido à sua atuação. Antes de apresentar uma face coesa a um público amplo, a Rbmec serviu como espaço de debates, canal de comunicação e instrumento pelo qual as demandas políticas dos economistas liberais adquiriam legitimidade acadêmica-científica. Nas páginas seguintes veremos como alguns dos debates sobre regulação apareciam no periódico. Artigos com argumentos contrastantes eram publicados muitas vezes em uma mesma edição da revista, nos permitindo entrar em contato com diferentes perspectivas liberais e observar como esse grupo de economistas se relacionava com os temas da intervenção estatal e da legislação sobre o mercado financeiro nacional.

3.2. Modelos de regulação: auto-regulação e regulação conjunta

Na esteira da fundação da Comissão de Valores Mobiliários, ocorrida em 1977, a auto-regulação, definida como “a fiscalização, por parte dos próprios membros da indústria organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades, com vistas à manutenção de elevados padrões éticos” (Eizirik, 1979, p. 8), foi um tema bastante discutido na Rbmec durante a década de 1970, com especial destaque às publicações de LeRoy Lewis (1976), Pollack (1979) e Eizirik (1979). Os dois primeiros são estudos voltados para descrever os mecanismos de auto-regulação em mercados do Reino Unido e dos Estados Unidos, respectivamente, onde cada um dos autores faz a defesa do sistema adotado em seu país. O terceiro busca compreender como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no Brasil, órgão responsável pela regulação do mercado de capitais brasileiro, se integra ao sistema de auto-regulação adotado pelas bolsas do país. O longo espaço dedicado à descrição de sistemas internacionais visto nos dois primeiros artigos cumpre duas funções comuns nas publicações do periódico: primeiro, a de apresentar diferentes temas à comunidade financeira — neste caso, o da auto-regulação; segundo, a de traduzir trabalhos produzidos no Norte Global que trouxesse resultados práticos capazes de ser adotados no mercado de capitais nacional.

No artigo de David LeRoy Lewis (1976), então membro do Conselho da Bolsa de Valores do Reino Unido, o britânico defende que não deve haver interferência do Estado no processo de regulação do mercado de capitais, argumentando que o sistema utilizado no Reino Unido era mais eficiente do que o visto nos Estados Unidos, onde a Securities and Exchange

Commission (SEC) atuava (e ainda atua) como autarquia fiscalizadora. O autor ainda acredita que a auto-regulação foca em produzir resultados *justos*, enquanto o sistema judicial foca em responder se um ocorrido é ou não *legal*, sem se dedicar a explicar com profundidade o que compreende como justo.

Um ponto que causa estranhamento é a defesa do autor à concentração do mercado, que, conforme alega, favorece a auto-regulação: uma vez que todo o mercado de capitais do país se encontrava na City of London, sob um único corpo legislativo e uma única bolsa de valores, todos os agentes do mercado se conheciam, “os indivíduos interessados e os fatos relevantes encontra[va]m-se prontamente disponíveis” (p. 456). Trata-se do único autor que vi associar um valor positivo ao termo “concentração”, recusando-se a trabalhar possíveis aspectos negativos em se ter um mercado monopolizado.

O sucesso da auto-regulação, para LeRoy Lewis, dependia de um mercado “unificado, concentrado e sofisticado” (p. 482), isto é, com alto nível de formação profissional, agentes que atuam de modo coeso e uma única entidade responsável pela intermediação entre investidores, setor financeiro e setor produtivo — no caso britânico, a Bolsa de Valores de Londres. Essas características, em sua concepção, garantiriam agilidade e celeridade ao processo regulatório, pois seus membros, supostamente, possuíam grande conhecimento técnico e interesse em manter sua reputação ilibada. Vê-se, portanto, que a auto-regulação não era legitimada pela lei, mas sim por critérios extrajudiciais, como as relações sociais estabelecidas entre agentes do mercado.

Para o economista estadunidense Irving Pollack, no entanto, a supervisão governamental das entidades auto-reguladoras era necessária. O estadunidense defendia maior equilíbrio entre a liberdade de ação das entidades do mercado e do Estado, citando um ministro do Supremo dos EUA para ilustrar a missão da Securities and Exchange Commission (SEC), autarquia responsável pela regulação do mercado de capitais do país norte-americano: “o governo teria a espingarda, por assim dizer, atrás da porta: carregada, bem lubrificada, limpa, pronta para o uso, mas com a esperança de que jamais tenha de ser utilizada” (Pollack, 1979, p. 46). O autor idealizava um mercado onde a atuação estatal tivesse “liberdade de ação moderada” (p. 46), sem sufocar o funcionamento das instituições auto-reguladoras — sistema que denominava como “regulação conjunta”.

Trazendo um ponto de vista contrário ao de LeRoy-Lewis, Irving Pollack sustenta seus argumentos tendo como base estudos realizados entre 1907 e 1913 que apontam para a omissão das Bolsas estadunidenses diante da má conduta de seus membros. Os governos estaduais e federais mudaram sua postura diante da auto-regulação somente após a crise de 1929, quando

o mercado acionário do país norte-americano sofreu uma queda acentuada depois de um período de rápido crescimento econômico no país que gerou grandes expectativas sobre o mercado de ações e, conseqüentemente, um *boom* especulativo. A SEC foi criada em 1934, incorporando o conceito de auto-regulação, mas atuando com vista em garantir a manutenção do interesse público, e não somente das bolsas. A agência reguladora teria como tarefa complementar a fiscalização sobre o mercado de capitais, agindo em conjunto com as bolsas de valores. Para Pollack, "é surpreendente notar que o conceito de auto-regulação tenha sobrevivido ao colapso, visto que a opinião pública sobre o mercado de títulos era altamente negativa na ocasião" (1979, p. 48).

Pollack considera que a auto-regulação é fundamentada pelas seguintes características: i) maior aceitação, pelos profissionais atuantes no mercado de capitais, da autodisciplina do que da disciplina imposta; ii) mutualidade de interesses públicos e privados; iii) eficiência (redução de custos); iv) a sobreposição da ética comercial sobre a ética da justiça; v) regulação conduzida por profissionais altamente especializados no setor financeiro; e vi) rapidez de resposta. Para ele, os limites da auto-regulação esbarram: i) na natureza humana (egoísmo, racionalismo)⁸; ii) nas divergências entre objetivos públicos e privados; iii) na possível anticompetitividade, se um pequeno grupo regulador, por exemplo, estabelecer valores fixos para taxas de corretagem; iv) afiliação diversificada; e v) administração em tempo parcial, uma vez que as atividades de auto-regulação são um trabalho voluntário exercido por profissionais do mercado.

Para o autor, a supervisão governamental surge como uma necessidade para reforçar os interesses públicos e coletivos sobre os privados e individuais, sobretudo através da aplicação de leis para intimidar ou punir infratores — poder exclusivo do governo — e do estímulo para agilizar a atuação das entidades auto-reguladoras⁹.

O norte-americano defende que há um grande mérito em adotar a regulação conjunta, que é a *eficiência* no processo. As atividades auto-reguladoras exercidas pelas bolsas de valores estadunidenses permitiu que a SEC, naquele momento, fosse uma das menores agências

⁸ Nota-se como a ideia de "natureza" humana está vinculada à noção de *homo economicus*, a qual proclama que agimos todos por interesse próprio, de modo racional e individualista. Esse conceito foi amplamente contestado pela antropologia econômica, que há mais de um século vem demonstrando ser essa uma característica específica da cultura ocidental, e não um traço de personalidade universal, comum a toda espécie humana (ver, por exemplo, Malinowski, 2018 e Sahlins, 2008).

⁹ Sobre a morosidade das instituições auto-reguladoras, o autor afirmou o seguinte: "[...] o histórico mostra que, numa série de situações, as instituições auto-reguladoras reconheceram a existência de determinados problemas, mas agiram tão lentamente que houve necessidade não somente de iniciativas da parte da SEC, mas também, de nova legislação, atribuindo à SEC maiores poderes de supervisão e de ação direta" (Pollack, 1979, p. 56)

governamentais do país, mesmo fiscalizando o maior mercado de títulos do mundo. Em sua conclusão, Pollack afirma que a agência foi projetada para seguir esse modelo, e seus funcionários e integrantes vinham se dedicando para obter êxito no sistema de regulação conjunta — mas era necessário haver maior cooperação da parte dos auto-reguladores.

Já Robert Mundheim (1976) descreve uma significativa mudança ocorrida nos Estados Unidos em 1975, quando foi promulgada a lei federal conhecida como Securities Acts Amendments, que aumentava os poderes da SEC sobre as entidades auto-reguladoras.

O autor argumenta pela legitimidade *legal* da SEC — um contraste com a legitimidade *social* da auto-regulação vista acima —, que tinha por objetivo implementar um conjunto de “seis leis federais de títulos básicas” (p. 189) criadas nos anos seguintes ao *crash* de 1929 nos Estados Unidos. Esse marco legal era responsável, de acordo com o autor, por regular a distribuição de títulos, o mercado secundário, as companhias de investimento, a conduta dos consultores financeiros e proteger investidores em casos de falência das corretoras. A principal atividade da SEC era a de regular o *disclosure*, isto é, garantir que as companhias compartilhassem informações pré-definidas pela agência, consideradas de grande importância para os investidores, trazendo a eles maior transparência sobre sua administração. A função de regular a atividade das sociedades corretoras e de seus membros era responsabilidade das bolsas. Mundheim diz que a legislação do país norte-americano exigia que as bolsas e os mercados de balcão fossem entidades auto-reguladoras, responsáveis por vigiar seus membros, policiar as ações negociadas e estabelecer regras de conduta para seus profissionais e também para investidores.

A legislação implementada em 1975, para Mundheim, fez com que “nenhuma organização auto-reguladora [pudesse] fazer uma emenda significativa em suas regras sem a aprovação específica da SEC” (1976, p. 205), reduzindo o “campo de ação da auto-regulação” (p. 207). Na conclusão do artigo, o autor defende ser necessário que a auto-regulação volte a ser valorizada, pois acredita que “a força especial do sistema norte-americano de regulação de títulos pode perfeitamente estar em seus membros bem desenvolvidos e resistentes.” (p. 214).

Nelson Eizirik (1979) busca compreender a integração das bolsas de valores brasileiras ao modelo de regulação que vinha sendo desenhado pela Comissão de Valores Mobiliários. De acordo com o autor, tratava-se de um sistema que teria por base a auto-regulação para a manutenção dos padrões éticos no mercado. A participação da CVM no processo se assemelharia ao que Pollack chamou de “regulação conjunta”, ainda que Eizirik não mobilize esse termo. Suas críticas à atuação da autarquia brasileira ilustram como o modelo de regulação conjunta também não se dava sem suas fricções e contradições. O sistema ensaiado pela CVM

buscava evitar a concentração das decisões nas mãos da agência governamental e garantir redução de custos e agilidade (aqui chamados de “eficiência”) para o poder público:

conforme destaca estudo realizado pela Comissão de Valores Mobiliários [...] intitulado “Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios”, deverá ser de grande importância o papel das entidades auto-reguladoras, com vistas a aumentar a eficiência da atividade regulatória, evitando a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento (p. 8)

Muitos estudos analisam vantagens e desvantagens da auto-regulação, mas o autor considera que são sempre enviesados, seja a favor ou contra o modelo. Além disso, essas análises costumam se referir a países específicos, sendo complicada sua generalização. Mesmo assim, lista alguns argumentos mais frequentes em defesa e contrários à auto-regulação. Eizirik enumera que as vantagens da auto-regulação seriam: "maior proximidade do mercado por parte dos auto-reguladores (...), o que lhes possibilita uma atuação rápida e eficaz" e “o fato de os custos da auto-regulação recaírem sobre os próprios membros da indústria." (1979, p. 8). Já as desvantagens seriam "potenciais conflitos de interesses dos membros das entidades auto-reguladoras, reguladores e regulados ao mesmo tempo”, que “poderiam tender à maior leniência na aplicação da lei ou de regras éticas contra membros da mesma corporação." (idem).

Nesse sentido, a proposta da CVM era de fiscalizar as entidades auto-reguladoras, garantindo que elas visassem ao interesse público, e não aos privados. Para Eizirik, isso acarretava em duas novidades: i) a responsabilidade legal das Bolsas pelo exercício dos poderes de fiscalização; e ii) a possibilidade de alguém acionar judicialmente sociedades corretoras ou companhias listadas por terem infringido regras das Bolsas de Valores.

Como costumeiro, as ações da entidade reguladora estatal foram criticadas após o Caso Cepalpa, referente à empresa Celulose e Papel do Maranhão S.A. Um dos principais escândalos do mercado acionário brasileiro durante a década de 1970, o episódio envolveu campanhas de supervalorização das ações da companhia, infladas artificialmente por grupos especulativos que buscavam atrair investidores, além de erros crassos de contabilidade que levaram à suspensão das negociações das ações da empresa (Eizirik, 1979; Informante, 2024).

Nesse caso, a CVM havia punido a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro por não fiscalizar as atividades da empresa. Eizirik argumenta que essa tarefa não estaria sob responsabilidade das bolsas, que deveriam fiscalizar as corretoras e seus membros, que trabalhavam nos pregões, não as companhias listadas. O autor conclui seu argumento com duas sugestões: primeiro, de que a CVM proponha uma legislação organizando melhor o papel de cada instituição reguladora, estabelecendo "com exatidão os limites de atuação e as responsabilidades legais

das entidades auto-reguladoras" (p. 26); em segundo, a criação de um seguro obrigatório por parte das companhias listadas em bolsa para cobrir emissões irregulares de títulos.

O artigo de Nelson Eizirik traz à tona uma série de dificuldades encontradas para se organizar o mercado de capitais brasileiro. A demanda por uma lei que delimite a atuação das diferentes entidades responsáveis pela regulação do mercado de capitais brasileiro demonstra bem como a tarefa de organização se tratava de um esforço contínuo, pois novidades acarretavam em novas brechas e contradições que precisavam ser melhor trabalhadas.

Como aponta Laura Nader (2002), a lei é um artifício processual, em constante mudança, que responde às demandas da população. O direito não se faz somente pela jurisprudência ou pelo poder legislativo. Sua trajetória também pode ser ascendente. Em se tratando de um setor com forte poder financeiro, conexões com o governo, além de organizado política e intelectualmente, as chances de que suas demandas fossem atendidas eram altas. A Rbmec se fazia um importante veículo para debater e disseminar as mudanças na legislação desejadas pelos profissionais do mercado.

3.3. A regulação estatal no Brasil: CVM em debate

As divergências entre governo, CVM e os profissionais do mercado protagonizaram diversos artigos publicados na Rbmec. Em 1980, a edição de número 16 do periódico trazia “especial ênfase” (Nota, 1980) ao Caso Vale, que ocupará boa parte desta seção por proporcionar uma janela às discussões realizadas naquele momento sobre a legitimidade das ações da Comissão de Valores Mobiliários.

O Caso Vale se trata de um episódio onde o governo federal negociou a venda de um grande número de ações da então empresa estatal durante um período de alta em seu valor, com o objetivo de financiar o Programa Nacional do Alcool (Proálcool), conjunto de políticas voltadas à produção e uso de etanol que visava reduzir a dependência energética de combustíveis fósseis — uma necessidade surgida como resultado da alta de preços resultante da crise internacional do petróleo iniciada em 1973.

De acordo com Eizirik (1980), o Caso Vale teve início

entre os dias 3 e 6 de março [de 1980]. O volume de ações da Vale negociado nas bolsas de valores variava numa média de 3 a 7 milhões de títulos diários, elevando-se, entretanto, na 6ª feira, dia 7, para 21,5 milhões, e tornando a baixar novamente na 2ª feira, dia 10, para 11.4 milhões. A “crise Vale” teve início, na realidade, no dia 11 de março, quando chegaram a ser negociados, na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 98.184 milhões de ações, representando cerca de 57,6% do movimento geral de títulos, por preços variando entre Cr\$4,85 e Cr\$4,50, numa média de Cr\$4,65. Em São Paulo, a venda atingiu 6.156 milhões de ações, ao preço médio de Cr\$4,76. (p.

17)

O acontecimento seria objeto de análise por parte da CVM, que pediu esclarecimentos ao governo e à sociedade corretora Ney Carvalho, acusada de *insider trading*. Ernane Galvêas, que havia presidido o Banco Central (1968-1974), e viria a ser Ministro da Fazenda entre 1980 e 1985, explica que a intermediária pertencente à família Carvalho havia sido contatada pelo governo para realizar a venda das ações uma vez que o corretor e ex-presidente da BVRJ (1973-1975 e 1978-1980) “Fernando Carvalho [...] era especialista em Vale” (Barcellos, 2018, p. 102).

No décimo terceiro dia do mesmo mês, o Ministério da Fazenda

informou [...] que o dinheiro arrecadado com a venda das ações (Cr\$456,9 milhões somente no dia 11) destinava-se a atender programas governamentais que não dispunham de recursos, evitando-se, assim, novas emissões de moeda" (Eizirik, 1980, p. 17)

Para o então presidente da CVM, Jorge Hilário Gouvêa Vieira, o volume de ações negociado pelo governo exigia “o pré-anúncio da venda”, o que infringia “as normas da CVM” (Barcellos, 2018, p. 97). Era necessário haver transparência para a realização de transações desse porte.

A atividade foi considerada legal e regular pela agência responsável pela fiscalização do mercado, com todas as partes sendo absolvidas das acusações de *insider trading*. A justificativa foi de que a negociação correspondia a um interesse geral da nação, além de as suspeitas sobre uso de informações privilegiadas não terem sido comprovadas. Mesmo assim, a autarquia federal foi vítima de comentários negativos acerca da condução do processo em textos publicados na Rbmecc. Isso porque, conforme os pesquisadores argumentaram, i) a famigerada Lei Federal Nº. 4728, que disciplina o mercado de capitais (Brasil, 1965), já reconhecia a competência do Governo Federal para alienar ações pertencentes à União (Wald, 1980); e ii) a mesma legislação estabelecia que a CVM não teria competência para fiscalizar as negociações envolvendo empresas federais de economia mista, função que estaria sob responsabilidade do "Conselho Monetário Nacional e do Ministério da Fazenda — órgãos superiores hierárquicos em relação à CVM — e do Banco Central — órgão do mesmo nível que a CVM" (Wald, 1980, p. 33; o mesmo argumento é utilizado por Fonseca, 1980). Ambos os autores que se dedicam a atacar a atuação da autarquia fiscalizadora omitem as acusações sobre *insider trading* em seus textos. Contrariando tanto suas percepções quanto a própria decisão da CVM, o Instituto dos Advogados do Brasil publicou, em setembro de 1980, um parecer argumentando pela ilegalidade da operação realizada pelo governo (Barcellos, 2018,

p. 99).

Em outro artigo, Nelson Eizirik (1980) pontua que, em 1978, a CVM teria se envolvido em polêmica semelhante, conhecida como Caso Petrobrás, quando houve grande volume de vendas de ações da empresa estatal próximo ao anúncio da prospecção da Bacia de Santos. Na ocasião, também não foram comprovadas as suspeitas de *insider trading*¹⁰. Contrastando com os artigos de Fonseca e Wald, o autor discorda dos colegas ao defender que a CVM deve atuar de modo mais enfático e que, em sua visão, a Lei das Sociedades Anônimas (Brasil, 1976), no artigo 235, parágrafo 1º, estabelece que, sim, as companhias de capital misto estão sujeitas às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Eizirik acredita que o órgão fiscalizador apresentava dificuldades para lidar com a contradição entre regular o mercado de capitais e estimular seu amplo desenvolvimento. Seu argumento vai no sentido de que a autarquia, que defendia a existência da auto-regulação por parte das bolsas de forma paralela à regulação estatal, poderia ser mais rigorosa. Também afirma que ela precisava se manter independente tanto dos interesses do setor privado quanto do setor público — que, com as estatais, concentrava a maior parte das ações negociadas no mercado brasileiro. Para o autor, a contradição entre vigiar e impulsionar o crescimento do setor "ocasiona timidez excessiva na política reguladora, por temor a prejuízos no desenvolvimento do mercado" (Eizirik, 1980, p. 20), sendo necessário uma mudança de postura por parte da instituição.

Os desentendimentos entre a autarquia federal e as empresas estatais remontam aos primeiros anos de atividade da CVM. Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da entidade fiscalizadora (1977-1979), afirmou em entrevista que sua maior dificuldade havia sido lidar com “as estatais, porque elas se achavam acima do bem e do mal” (Barcellos, 2018, p. 43), o que mostra que, aos olhos da instituição, os argumentos de Arnaldo Wald (1980) e Herculano Fonseca (1980) sobre a atuação da instituição estar limitada às empresas privadas não tinham procedência.

No sentido de defender a importância da CVM para o mercado de capitais brasileiro, Geraldo Vasconcellos realizou um trabalho quantitativo para medir o quanto a criação da autarquia impactou o setor no país, principalmente com relação ao nível de riscos para os

¹⁰ O caso não obteve muito destaque no periódico. Foi comentado em um único artigo acadêmico da Rbmec (Mendonça Netto e Eizirik, 1978) e em um texto publicado na seção “Notas e comentários” (Castro, 1978), ambos na edição nº. 10 do periódico. Os dois artigos defendiam a continuidade da administração estatal da Petrobrás, uma vez que o escândalo deu maior exposição a críticos que clamavam pela privatização da empresa, vista como mal administrada pelo governo federal. Contudo, os autores não tomaram posições favoráveis ou contrárias à atuação da CVM no processo investigativo.

investidores (Vasconcellos, 1982). Seus resultados permitiram levantar evidências de que houve "redução do nível de risco total do mercado no período posterior à existência do órgão regulador" (idem, p. 38)

Como se vê, toda a polêmica em torno da agência reguladora reiterava as divergências sobre como o Estado deveria atuar, a um só tempo, como regulador e player. As descrições trabalhadas acima nos mostram conflitos internos que orbitam esse debate. Não havia dúvidas, contudo, sobre o papel do Estado entre os que professavam a “fé neoliberal” anunciada por Friedman (1951) como imprescindível para o desenvolvimento de um mercado de capitais competitivo, mas não havia consenso sobre como, ou em que grau, sua atuação deveria ser feita.

3.4. Outras demandas

Há uma série de demandas distintas para a regulação do mercado de capitais brasileiro que merecem ser evidenciadas. Novamente, se interpretarmos a Revista como um instrumento utilizado para legitimar propostas políticas, temos nela um espaço onde foram gestadas ideias como o fim da taxaço sobre ganhos de capital, liberação das taxas de corretagem para sociedades corretoras, a sistematização do *disclosure* de informações de natureza subjetiva e até demandas genéricas pela redução da intervenção estatal no mercado financeiro.

Um artigo assinado pelo IBMEC (Instituto, 1981) aponta para a problemática da redução dos investimentos estrangeiros nos períodos de 1973 a 1975 e 1979 a 1981 no Brasil. De acordo com o texto, o fluxo de investimento estrangeiro no Brasil estava 5% abaixo da média global entre países em desenvolvimento não-exportadores de petróleo. As explicações encontrada pelos pesquisadores do instituto foram: i) a tributação sobre remessa de lucros — o estrangeiro que quisesse repatriar seu dinheiro deveria pagar uma parcela de seus ganhos ao governo do país onde obteve seus rendimentos — ; ii) o baixo retorno sobre o investimento (ROI) fornecido pelo mercado brasileiro; e iii) *disclosure* limitado, o que expunha investidores a riscos. Nas conclusões, sugerem eliminar o prazo mínimo de permanência dos investimentos, a taxaço sobre ganhos de capital e as taxas sobre remessas para o exterior. O objetivo seria criar novos estímulos para que investidores estrangeiros passassem a alocar sua poupança no mercado de capitais brasileiro, atraindo investimentos para o empresariado nacional.

Também demandando por maior liberalização da economia temos Antonio Carlos Figueiredo Pinto (1984). O autor argumenta que a regulação, naquele momento, não trazia qualquer contribuição para a melhora no alocamento de poupança, ou seja, não estimulava que fossem realizados investimentos no mercado que acreditava possibilitar maiores retornos: o

mercado de capitais. O texto traz estereótipos do liberalismo sobre países “sub-desenvolvidos”, como a noção de que seu grande problema seria a baixa qualidade dos investimentos realizados — ou baixa eficiência da alocação de poupança — e não problemas sociais históricos como concentração de renda, subnutrição, baixas taxas de alfabetização, violência etc. É um fenômeno mais específico do que não haver interesse pelo mercado de capitais, do que falta de capilarização do setor financeiro. Trata-se, grosso modo, de investir mal e de escolher alternativas supostamente menos eficientes de capitalização, como o crédito subsidiado. De acordo com Figueiredo Pinto, diversos autores argumentam que

O grande problema dos países sub-desenvolvidos é o de que a poupança disponível não é alocada com eficiência. [...] Para esses autores, a proliferação de regulamentações nesses países têm [sic] contribuído bastante para o mal funcionamento do sistema financeiro, como um todo e, por conseguinte, para o uso ineficiente de recursos. (p. 316)

Trazendo uma pesquisa realizada pelo próprio IBMEC — que, segundo o autor, “tem concentrado bastante seus esforços de pesquisa [no tema da eficiência alocacional da poupança]” (Figueiredo Pinto, 1984, p. 316) — sobre a crescente intervenção estatal na economia brasileira, o pesquisador pretende demonstrar que “no Brasil, existe uma preocupação muito grande com a interferência excessiva do governo no mercado de capitais” (idem). Em sua conclusão, o pesquisador aponta que “a evidência empírica disponível, embora ainda pequena, confirma para o caso brasileiro o fato de que a regulamentação existente em nada contribui para melhorar a alocação da poupança.” (idem, p. 320)

Brito e Menezes (1980), por seu turno, propõem políticas para estimular a compra de ações de segunda e terceira linha, isto é, as menos valorizadas e negociadas nas bolsas de valores. Suas demandas passam pela liberação das taxas de corretagem para corretoras que não fossem ligadas a conglomerados financeiros e liberação para que as corretoras pudessem possuir suas próprias carteiras de investimento — atividade que era proibida, pois sua função era de intermediar as relações entre investidores e bolsas —, o que poderia trazer maior liquidez a ações de menor valor comercial.

Já a demanda de Newton Sergio Souza (1981) era de que fossem estabelecidas normas para definir quais eram os tipos de informação que deveriam ser exigidas pela CVM. Seu artigo foca na noção de informação *soft*, ou seja, de natureza objetiva, que não podem ser verificadas através de cálculos, e como esse tópico é abordado pelo órgão fiscalizador estadunidense, a Securities and Exchange Commission (SEC), instituição que inspirou a criação da CVM (Barcellos, 2018). Estão inclusas nesse guarda-chuva de todo gênero de previsões, análises do corpo administrativo das empresas, estudos baseados em séries históricas sobre uma instituição

e outras análises subjetivas

O autor mostra como a aceitação em fornecer e compreender a importância desse tipo de informação tem mudado no mercado norte-americano. A SEC, que por muitos anos evitou o assunto, tem passado a estimular que informações “soft” sejam divulgadas por empresas atuantes no mercado bursátil. Em tribunais, quando acionistas movem processos contra suas companhias, tem-se seguido as instruções da SEC. Nesses casos, a noção de “relevância”, ou “informação relevante”, adquire grande importância. Se as informações não publicadas são julgadas relevantes, então cabe à empresa que as divulgue. Os acionistas costumam vencer processos que seguem essa linha. Se a informação é julgada de baixa relevância, a vitória geralmente fica para a corporação. Souza conclui afirmando acreditar na tendência de que as informações *soft* devem ganhar ainda maior importância nos anos seguintes à publicação, tendo por base o que pôde ver no mercado estadunidense. O autor acreditava ser possível que a publicidade de informações de natureza subjetiva por parte das empresas se tornasse obrigatória nos anos seguintes a seu artigo.

Vê-se que a disputa pelo estabelecimento de novos critérios e marcos regulatórios era bastante diversa, mas sempre caminhava no sentido de exigir menor intervenção do Estado nas atividades econômicas do mercado de capitais. Nota-se, contudo, que isso não é o mesmo que pedir pela ausência do Estado. Os autores publicados na Rbmec traziam modelos, comentários e descrições que, em sua maioria, buscavam liberalizar e afrouxar as atividades regulatórias no país. No seu modelo econômico, caberia ao Estado somente a garantia de competitividade e a estabilidade monetária, que por si só garantiriam o funcionamento de um mercado equilibrado, sem artificialidades e impulsionado pelo setor privado.

4 O ESTADO COMO *PLAYER* NO SETOR FINANCEIRO

4.1. Deslegitimando a atuação do Estado

Os autores que publicavam na Rbmec expressavam grande preocupação com a política de crédito subsidiado no Brasil, que acreditavam vir descapitalizando as bolsas de valores do país por estimularem a opção por uma transação de baixíssimo risco e custo — o crédito disponibilizado pelo então Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE) —, uma vez que o credor era o próprio Estado, provavelmente o agente econômico mais confiável da nação, e o dinheiro recebido com o pagamento de juros pouco importava a ele, uma vez que não estava em busca de lucro.

Notamos, ao ler os artigos sobre essa temática, o incômodo entre os pesquisadores com outro efeito das políticas de crédito subsidiado: a retração do crédito privado para o setor empresarial, uma vez que os bancos privados não conseguiam competir com as taxas ofertadas pelo BNDE — banco público responsável pela maior parte do fornecimento de crédito subsidiado naquele momento. Os textos analisados neste artigo possuem como característica comum se dedicarem à análise da política de crédito nacional, das características do setor bancário brasileiro e das diversas formas de intervenção do Estado na economia durante as décadas de 1970 e 1980 (ver tabela 3). As seções seguintes se debruçam sobre esses temas.

Tabela 3: Relação de artigos da Rbmec analisados no Capítulo 4.

Título	Autor(es)	Atuação	Número da Revista (ano)
Dívida externa brasileira: projeções	Antonio Carlos Porto Gonçalves e Fernando de Albuquerque	Mestre e doutor em Economia pela Universidade de Chicago; Mestre em Engenharia Industrial pela Universidade de Stanford	n. 8 (1977)
A concentração do sistema bancário comercial brasileiro	Jairo Simon da Fonseca e Antonio Zoratto Sanvicente	Professor Livre-Docente da Universidade de São Paulo no curso de Administração	n.9 (1977)

		de Empresas; Professor Assistente no mesmo curso e na mesma instituição	
Crédito subsidiado no Brasil - 1967-79	Marcos Fernandes Machado e Jane Maria Medeiros	Pesquisador do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais; Assistente de Pesquisa da mesma instituição	n. 17 (1980)
IBMEC: uma década de contribuições para o mercado de capitais	Aílton Coentro Filho	Sem descrição. Aparece em artigo de 1980 como “Pesquisador do Departamento de Estudos e Pesquisas” do IBMEC (ver Coentro Filho, 1980).	n. 21 (1981)
Reforma bancária: uma das condições necessárias para o saneamento da economia brasileira	Ubiratan Jorge Iorio de Souza e Roberto Marques Montezano	Pesquisadores do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC	n. 32 (1984)
Dívida Pública e financiamento do déficit público	Eduardo Novo Costa Pereira	Diretor Técnico do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC	n. 32 (1984)
A concentração bancária e a conglomeração financeira	Roberto Moreno Moreira	Pesquisador do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC	n. 32 (1984)
Mercado de capitais e intervenção estatal no Brasil	Antonio Carlos Figueiredo Pinto	Pesquisador do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC	n. 32 (1984)

Fonte: Elaboração do autor. A coluna “Atuação” resume as descrições dos autores apresentadas nas publicações. O sinal de ponto e vírgula separa os co-autores. A ordem da atuação segue aquela em que os nomes aparecem.

4.2. O Estado como entrave para a expansão do mercado de capitais

Uma das questões mais presentes nos artigos da Rbmecc é como o desenvolvimento do

mercado de ações era impactado pela intervenção estatal, o que aparece na forma de análises sobre endividamento público, taxas de juros, políticas de crédito, balança comercial e regulação. Esse é o caso das análises críticas de Coentro Filho (1979), Machado & Medeiros (1980) e Eduardo Novo Costa Pereira (1984) sobre a relação entre dívida pública brasileira e políticas de intervenção estatal. Gonçalves & Albuquerque (1977) ainda alertam para o crescimento constante dessa mesma dívida: na mais otimista de suas hipóteses, seu valor continuaria a crescer por mais 4 ou 5 anos.

Coentro Filho (1979) argumenta que a oferta de crédito subsidiado e a alta concentração bancária levam ao fraco desempenho do mercado de capitais e da baixa competição entre os bancos privados. Para ele, a oferta de linhas de crédito com juros abaixo da inflação num momento em que havia grande desconfiança com o mercado bursátil desincentivava que empresários lançassem ações nas bolsas de valores a fim de financiar as operações de suas companhias. Era mais barato e menos arriscado para o empresariado o contrato de empréstimos via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE). O autor menciona ainda que, uma vez que o Estado alcançou o limite de seu endividamento no final da década de 1970, a política econômica adotada desde o golpe militar, de intenso endividamento externo para o financiamento do crescimento interno, tornou-se inviável. Isso fez com que o governo optasse por pagar altas taxas de juros a quem adquirisse títulos da dívida pública, uma vez que buscava atrair investimentos ao país para quitar seus débitos. Em outras palavras, o plano era atrair investidores para os títulos do governo e utilizar o montante arrecadado para quitar os empréstimos realizados junto ao governo dos Estados Unidos e ao Fundo Monetário Internacional (FMI). Isso era considerado por Coentro Filho (1979) como ainda outro impasse para o desenvolvimento do mercado acionário, haja vista que os rendimentos oferecidos pelo setor privado dificilmente alcançariam os mesmos níveis que os títulos públicos ofereciam, ou seja, as taxas de juros dos títulos privados eram mais baixas e ofereciam aos investidores um retorno menor. Em outras palavras, era mais lucrativo para os investidores optar por títulos da dívida pública do que por títulos privados, em um ambiente de negócios em que o Estado competia com os bancos por investimentos.

A visão em geral articulada pelos artigos da Rbmec é, portanto, que os títulos da dívida pública oferecidos a altas taxas de juros fazem o governo tomar espaço da captação de recursos e da poupança. Para Eduardo Novo Costa Pereira (1984), o setor privado abandonava áreas onde não conseguia competir devido à intensa atuação do Estado – neste caso, os bancos estavam deixando de ofertar crédito e produtos de poupança. Este fenômeno é chamado de

“crowding out” (Pereira, 1984). Assim sendo, as análises da Rbmec tendiam a considerar que a dívida pública, alimentada pela venda de títulos por parte do Estado para captação de recursos, é uma “distorção” que impede o acelerado desenvolvimento do setor financeiro privado em ao menos duas frentes: por um lado, os títulos públicos eram atraentes aos poupadores por sua segurança e pelas altas taxas de juros, oferecendo retorno superior ao do mercado acionário; por outro, estrangulava a oferta de crédito dos bancos privados, que não conseguiam oferecer produtos e crédito tão competitivos quanto os do governo brasileiro.

Em outras palavras, a visão veiculada na Rbmec em artigos de especialistas ressoava o mal estar dos agentes em relação à atuação do Estado tanto do mercado de capitais quanto do mercado de crédito. Os bancos e corretoras interessados em expandir o mercado de capitais no Brasil, com o estímulo à captação de recursos pelas empresas por meio da abertura de capital e venda de ações, viam o Estado como um agente de mercado que competia em desigualdade de condições. Isso porque, sob o ponto de vista dos investidores, era mais vantajoso emprestar dinheiro ao Estado por meio da compra de títulos da dívida pública, que garantiam altos retornos sobre o investimento, do que, por exemplo, emprestar dinheiro a empresas por meio da compra de ações. Da mesma forma, o Estado era visto como um competidor atuando em desigualdade de condições por bancos e financeiras que atuavam no mercado de crédito e ofereciam empréstimos a juros mais altos do que o crédito subsidiado oferecido por bancos públicos. Novamente, a “distorção” do mercado apontada por Pereira (1984) se dava porque, sob o ponto de vista dos investidores, era mais vantajoso pegar dinheiro emprestado de bancos públicos do que pegar dinheiro emprestado de financeiras e bancos privados.

A tabela a seguir resume os serviços financeiros oferecidos pelo Estado e os argumentos dos autores sobre como esses desaceleravam o desenvolvimento do setor financeiro privado no Brasil:

Tabela 4: Comparação entre produtos de crédito subsidiado e títulos de dívida pública oferecidos pelo Estado brasileiro entre as décadas de 1970 e 1980.

Serviço	Taxa de juros	Onde se negocia	Clientes	Quem recebe os juros	Efeitos no mercado financeiro
Crédito subsidiado	Subsidiada; juros abaixo da inflação (credor perde dinheiro com cada empréstimo)	BNDE	Empresariado	Estado	Estado compete agressivamente com bancos privados, levando ao <i>crowding-out</i> no mercado de crédito empresarial; desestimula a venda de ações devido ao menor risco oferecido pelos empréstimos do BNDE
Títulos da dívida pública	Alta	Bolsas de valores	Investidores	Investidores	Estado concentra poupança devido ao bom retorno e baixo risco oferecidos pelo serviço, desestimulando a compra de ações

Fonte: Elaboração do autor.

É interessante notar, contudo, que o lugar do Estado na argumentação dos economistas liberais varia de acordo com a conjuntura política e os cargos que ocupam. Nos anos 1960 e início de 1970, as políticas de intervenção e as reformas jurídicas eram amplamente comemoradas (Teixeira da Costa, 2010; Barcellos, 2018; Carvalho, 2012). O governo golpista militar ainda representava esperança para o setor privado transnacional, atendendo às demandas dos agentes do mercado financeiro ao propor uma série de reformas no sistema financeiro nacional, como reiteram Pereira e Nunes (1984, pp. 299-300):

As reformas institucionais permitiram a criação e diversificação da atividade financeira, através de novos intermediários e ativos financeiros, a instituição da correção monetária, o desenvolvimento do mercado de ações, criação do Banco Central etc. (pp. 299-300).

A partir de meados da década seguinte, parece haver uma virada na opinião dos técnicos

ligados ao IBMEC. Para eles, o governo, na segunda metade da década de 1970, intervia demais na economia, além de ser mal gerido. As reformas jurídicas vinham causando ou reforçando a dependência das importações que, junto com a inflação, agravavam os problemas da balança comercial e da dívida externa. A dívida interna, por sua vez, crescia devido às linhas de crédito subsidiado, às importações e ao fraco desempenho do mercado acionário causado pela participação do Estado na captação de poupança.

Já o lugar do mercado de ações aparecia como o de potencial propulsor da economia nacional. A Rbmec apresentava o mercado de ações como uma ferramenta para financiar empresas, acelerar o desenvolvimento nacional e oferecer os mais eficientes produtos de poupança. Os autores argumentavam ser necessário trabalhar para sua popularização para que se reduzisse o montante da dívida interna, uma vez que sua adoção massiva por parte de companhias e investidores livraria o governo das linhas de crédito subsidiadas e dos títulos de dívida pública a altas taxas de juros, fatores que eles diziam retardar o crescimento econômico nacional. Para esses economistas, era desejável que o governo interferisse minimamente no setor financeiro, sem concessão de subsídios, produtos de poupança demasiadamente atrativos e sem legislações que criassem “novas distorções”, como ocorreu com o caso da concentração bancária tratado adiante.

Os textos não mencionam, contudo, que figuras como os ex-Ministros da Fazenda Antônio Delfim Netto (1979-1985) e Mário Henrique Simonsen (1974-1979) se diziam entusiastas do setor financeiro e do mercado de capitais (Barcellos, 2018). Isso não significou, entretanto, que sua atuação no governo fosse aquela desejada pelos técnicos publicados na Rbmec. Por mais que a ação estatal ocupasse um lugar negativo nas análises, ela podia se tornar desejável a depender dos efeitos causados na economia — sobretudo se fortalecesse o setor financeiro. As diferentes posturas podem ser explicadas pelas distintas posições que esses atores ocupam: burocratas e pesquisadores das ciências econômicas estão em busca de resolver problemas distintos, em prazos diferentes e lidando com pressões que pouco se assemelham. Desta forma, seus métodos e suas agendas pareciam entrar em conflito.

A radicalização dos artigos da Rbmec na segunda metade da década de 1970 — isto é, após o furor do milagre econômico — está ancorada, também, a uma mudança discursiva mais generalizada dentro do cenário político-econômico brasileiro.

Analisando o noticiário político e econômico brasileiro do mesmo período, Grün (2007) identificou críticas ao Estado provindas tanto de jornalistas e colunistas identificados como de esquerda, quanto por escritores relacionados ao empresariado, destacando o uso constante do termo “mordomia” por ambos os setores para tecer críticas negativas ao governo federal como

um todo. Para o primeiro grupo, “o Estado impedia a expressão da sociedade civil que começava a entrar em ebulição” (p. 384); para o segundo, “o Estado invadia o ramo dos negócios e áreas de regulação que deveriam estar sob controle do empresariado privado” (idem). Nota-se, assim, que comentaristas pertencentes a diferentes campos políticos expressavam desejo pela redução do Estado brasileiro, e os posicionamentos veiculados na Rbmec não destoavam do que era apresentado em jornais e revistas de ampla circulação.

Uma análise sobre o papel do Estado como agente ativo no mercado financeiro e, ao mesmo tempo, responsável pela estabilidade macroeconômica, pode ser vista no livro *Reinventing State Capitalism*, de Aldo Musacchio e Sergio Lazzarini (2014). Os italianos caracterizam o período entre a década de 1960 e o primeiro Governo Dilma (2010-2014) como um caso exemplar do que chamam de “capitalismo de Estado” (*state capitalism*). Os autores conjuram a imagem do Leviatã hobbesiano para ilustrar o enorme controle que o Estado exercia sobre a economia do país nos anos 1960. Nas cinco décadas analisadas no livro, as formas encontradas pelo Estado de impulsionar, ele próprio, a economia brasileira, mudaram progressivamente. Sua posição foi deslocada de empreendedor para parceiro comercial, na forma de acionista minoritário (Musacchio e Lazzarini, 2014).

Durante o governo Geisel (1974-1979), por exemplo, a principal forma de atuação do Estado na economia se dava criando empresas públicas, com o objetivo de que estas se tornassem o motor do desenvolvimento nacional. Nesse período, os militares sequer eram capazes de contabilizar quantas estatais o governo federal possuía (Musacchio e Lazzarini, 2014, pp. 89-90). Nos últimos anos da ditadura militar, na década de 1980, houve uma série de privatizações, que Musacchio e Lazzarini (2014) associam ao esgotamento da capacidade de endividamento do Estado brasileiro com o governo dos Estados Unidos. Isso porque as taxas de juros do país norte-americano foram brutalmente elevadas após a primeira crise internacional do petróleo, tornando inviável a captação de recursos naquele país. A opção do governo brasileiro foi de emprestar do Fundo Monetário Internacional (FMI), que exigia que seus empréstimos fossem condicionados a medidas de contenção de gastos, incluindo privatizações de empresas públicas.

Todos os governos pós-redemocratização adotaram, em maior ou menor grau, o uso de lógicas do setor privado na administração pública, nas empresas estatais e nas de capital misto. Musacchio e Lazzarini demonstram, por exemplo, como o (agora renomeado) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) passou a atuar como investidor minoritário de empresas beneficiadas por suas linhas de crédito, já na década de 80. Os balanços financeiros do banco de desenvolvimento se tornaram positivos, em parte, devido à valorização de seus

ativos no mercado de ações. A instituição financeira, que antes visava dar envergadura ao empresariado nacional através da oferta de linhas de crédito subsidiado, passou a ter como um de seus principais atributos a obtenção de lucro e o financiamento do setor privado através da negociação de ações (Musacchio e Lazzarini, 2014).

Como afirmam Musacchio e Lazarini, “O capitalismo de Estado se transformou em um fenômeno complexo e multifacetado, caracterizado por uma variedade de modelos distintos” (2014, p. 282). O aparecimento de novas formas de governança entre as estatais não significou o fim das formas mais tradicionais que antes vigoravam na administração pública. A figura do Estado, no Brasil, permaneceu como um importante motor da economia nacional em todos esses momentos. O que ocorreu foi uma alteração no seu modo de funcionamento: até o final dos anos 1970, o Estado era criador de empresas estatais; na década seguinte, torna-se sócio majoritário em companhias de capital misto; ainda nos anos 1980, o governo passa a adquirir participação minoritária em empreendimentos privados, modelo que ganha mais força a partir dos anos 1990. Empresas públicas passaram, ainda, a adotar estratégias utilizadas pelo setor privado para resistir às ameaças de privatização, como Marina Defalque (2018) mostra ser o caso da CEAGESP, estatal pertencente ao governo federal responsável pelo armazenamento e distribuição de alimentos no estado de São Paulo. As fronteiras entre público e privado foram borradas, com as lógicas do capital privado e do setor financeiro invadindo a administração pública.

Nesta seção, nosso foco foi descrever o modo como o Estado é pensado nos artigos da Rbmec como um entrave para a expansão do mercado de crédito, ainda que na prática as relações entre Estado e mercado fossem mais borradas do que a desejada pela ideologia liberal. Nesse sentido, demonstramos como a administração pública, a operação de seus serviços e a gestão de seus bens passaram a responder às demandas de um mundo dominado pela lógica das finanças (Grün, 2007). Em seguida, exploraremos como a atuação dos bancos públicos e uma política regulatória que permitiu a criação de conglomerados bancários (instituições que podem atuar como banco comercial, banco de investimento e ofertar crédito simultaneamente) se tornaram alvo de críticas na Rbmec.

4.3. Mudanças na paisagem do sistema bancário brasileiro

A estrutura do sistema financeiro nacional apresentada no website do Banco Central é reveladora da diversificação e expansão do setor financeiro¹¹. Vê-se uma enorme quantidade

¹¹ Banco Central do Brasil, sem data.

de órgãos normativos e operadores em vários mercados: mercado monetário; mercado de crédito; mercado de capitais; mercado de câmbio; mercado de seguros privados, contratos de capitalização e previdência aberta (ou seja, aposentadoria, pensão ou poupança complementar ao regime de previdência); fundos de pensão, ou previdência fechada voltada para funcionários de empresas e organizações. É interessante pensar como na época de publicação da Rbmec a paisagem desse sistema era bastante distinta, ainda tímida em relação ao que viria a se tornar nas décadas seguintes, e marcada pela chamada “concentração bancária”.

Tratava-se de um problema que Coentro Filho (1979) e Fonseca & Sanvicente (1977), por exemplo, identificavam como fruto da atividade dos órgãos reguladores do mercado financeiro. Entre a década de 40 e 70, somando-se bancos comerciais, de investimento públicos e privados, os números da estrutura bancária brasileira se transformaram do seguinte modo: as 663 agências matrizes que existiam em 1944 foram reduzidas a 338 em 1960, e, finalmente, 95 em 1979 (Coentro Filho, 1979). Essa característica do mercado brasileiro é atribuída à atuação estatal, sobretudo às normativas do Banco Central (BC) e, antes de 1964, da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), que, visando criar um mercado estável e de baixo risco, impuseram restrições à abertura de novas agências bancárias. Entre as exigências dos órgãos governamentais, vemos a necessidade de comprovar a viabilidade econômica de novas agências e de comprovar a demanda por serviços bancários na região em que pretendiam se instalar. Para Coentro Filho (1979), isso fez com que os grandes bancos fagocitassem os menores nos interiores do país, haja vista que era mais fácil que grandes corporações comprovassem a viabilidade financeira de sua expansão. Somado a isso, o governo brasileiro instituiu incentivos para estimular fusões e incorporações de bancos sob o argumento de que isso possibilitaria obter economia de escala, reduzindo os custos operacionais – novamente buscando criar um mercado estável e de baixo risco. Conseqüentemente, criou-se um cenário de cada vez menos competição no mercado de crédito privado (Coentro Filho, 1979).

Tal análise é corroborada pelos números apresentados por Roberto Moreira (1984) em meados da década seguinte: entre 1950 e 1983, houve uma redução de 70% dos estabelecimentos bancários, ainda que o número de agências tenha crescido em 560%. Ou seja, se em 1950 havia 413 matrizes e 2183 agências, em 1983 o número de matrizes é reduzido para 113 e o número de agências cresce para 14436, indicando uma presença mais capilarizada de um setor bancário mais concentrado. Outros estudos do Rbmec apresentavam um esforço comparativo para enfatizar a questão da concentração bancária no país. Para Fonseca e Sanvicente (1977), por exemplo, a comparação entre Brasil, México e Estados Unidos demonstrava que os países latinos possuíam números semelhantes de concentração, e que

ambos continuavam se tornando mais concentrados com o passar dos anos. O país norte-americano, por seu turno, possuía concentração sensivelmente menor, o que para os autores “talvez reflita não só o mais avançado estágio de desenvolvimento do mercado financeiro desse país, como, principalmente, as consequências de uma legislação restrita à ampliação de redes a nível nacional (e mesmo estadual) por parte dos bancos comerciais” (p. 448).

A alta concentração bancária, assim, é vista como uma anomalia causada pelas regulações promovidas pelo Estado, o que para os analistas da Rbmec reduzia ainda mais a competitividade do setor financeiro privado e a capacidade deste de operar no mercado de crédito. No número da Rbmec que comemorava os seus 10 anos de existência, em outubro/dezembro de 1984, inclusive com a figura de Paulo Guedes como membro do Conselho Editorial, propunha-se a reforma do sistema financeiro nacional. Como afirma Antonio Carlos Figueiredo Pinto (1984, p. 319)

Existe um consenso de que o mercado de capitais, no Brasil, tem sofrido uma intervenção estatal excessiva. A análise cuidadosa das regulamentações produzidas pelo governo, nos últimos anos, mostra, inclusive, que essa intervenção tem se dado em grau crescente.

Nesse sentido, uma das propostas apresentadas por Eduardo Novo Costa Pereira (1984, p. 335) para melhorar a “eficiência da regulação” é a independência do Banco Central e sua separação do Banco do Brasil para que pudesse se tornar a única autoridade monetária: “o BACEN deve induzir o mercado a criar seus próprios mecanismos de auto-sustentação”. Para o autor, havia um problema em relação à disputa entre títulos privados e títulos públicos, que exacerbavam o já mencionado *crowding out*, quando o setor privado deixa de ofertar crédito e produtos de poupança devido à intensa atuação do Estado. Segundo Costa Pereira (1984, p. 334), era preciso liberar o BACEN da gestão da dívida do Tesouro: “A administração da carteira de títulos da dívida pública federal pelo Banco Central deve ter por objetivo único atingir as metas e programação monetária para cada período”. Ou seja, a recomendação do autor é que a transação de títulos federais pelo BACEN deveria se dar apenas quando fosse conveniente para a política monetária e não para financiamento do déficit do Tesouro.

Na mesma edição, Souza e Montezano (1984) explicam quais eram as instituições que estavam em jogo na proposta de reforma do sistema financeiro, ou “saneamento da economia brasileira”, como chamavam. Antes do golpe de 1964, a política monetária estava a cargo de duas instituições: a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), que concentrava funções normativas e fiscalizadoras, e o Banco do Brasil, que controlava a moeda e a atividade dos bancos. A Lei 4.595/64 extingue a SUMOC e cria o Banco Central do Brasil. Os autores,

no entanto, alertam para o que veem como uma anomalia:

[...] permaneceram vinculadas ao [Banco do Brasil] duas importantes funções, que são universalmente características dos bancos centrais, a saber, a de depositário das reservas dos bancos comerciais e a chamada conta movimento, mediante a qual podem ser obtidos recursos, a custos nulos, do Banco Central (Souza e Montezano, 1984, p. 343).

Há, assim, não apenas uma duplicidade de execução de funções de banco central pelo BACEN e Banco do Brasil, como também a atuação das duas instituições no setor privado, o que elas apresentam como sendo uma imperfeição de mercado. Para eles, como o BACEN também participava da formulação e execução das políticas de crédito do governo, agia como uma espécie de banco de fomento. Além disso, atuava nos mercados de capitais e de câmbio, sendo agente financeiro do governo. Por sua vez, o Banco do Brasil era um banco comercial e também autoridade monetária, ou seja, agente financeiro no mercado e caixa do Tesouro Nacional, já que coletava receitas provenientes de taxas de impostos e efetuava despesas do governo.

Não é o caso de detalhar as modificações históricas que levaram ao atual sistema financeiro nacional, mas sim ressaltar que o problema apontado pelos autores mencionados acima sobre o governo ser ao mesmo tempo regulador e agente do mercado não é resolvido com a sua reforma¹². Isso porque, como já apontado, o Estado reinventou profundamente sua forma de atuar na economia brasileira a partir dos anos 1990, deixando de criar mais estatais para competir no mercado interno e passando a firmar parcerias e negociar ações com companhias nacionais via BNDES. O Estado-empendedor se tornou Estado-investidor minoritário (Musacchio & Lazzarini, 2014).

A diluição da fronteira entre Estado e mercado é também demonstrada por Leon Wansleben (2023), em seu livro sobre a emergência de bancos centrais, no qual ressalta o poder infraestrutural do Estado em sua habilidade de mobilizar recursos para atuar no setor privado. Para o autor, compreender como os Estados operam cada vez mais por meio do mercado permite uma análise que vai além da dicotomia mercado versus Estado. Uma antropologia política das finanças permite, assim, apontar para a simultaneidade da ideologia liberal que enuncia tal dicotomia, tal como constantemente propagada pela Rbmec, e uma dinâmica do mercado em que essas fronteiras se mantêm borradas.

¹² Note-se que a autonomia do Banco Central foi promulgada apenas recentemente, na Lei Complementar nº 179/2021 (Brasil, 2021).

4.4. A diluição da fronteira Estado/mercado

A preocupação que perpassa por todos artigos da Rbmec analisados é a de que o setor privado não possuía as condições ideais para se desenvolver no Brasil. A relação de causa e efeito era a seguinte: o Estado se endividava vendendo títulos da dívida pública para quitar outros débitos, estes contraídos anteriormente junto ao governo dos Estados Unidos e ao Fundo Monetário Internacional. E porque os títulos da dívida pública precisavam atrair investidores para que os empréstimos, enfim, fossem pagos, era preciso oferecer juros altos. O alto retorno sobre o investimento e o baixo risco oferecidos pelos títulos públicos, por sua vez, tornavam o mercado de capitais pouco atrativo aos investidores.

Ao mesmo tempo, a oferta de crédito subsidiado pelo BNDE, que financiava o setor privado no Brasil, estrangulava a oferta de crédito pelos bancos privados, que não conseguiam competir com um *player* que não buscava obter lucro. Isso tinha, ainda, um segundo efeito: se emprestar do BNDE era a opção mais barata e menos arriscada para adquirir financiamento, não havia razão para os empresários recorrerem ao mercado de ações, opção que apresenta maior risco e que ainda implica em dividir a propriedade da empresa com investidores anônimos.

O ciclo de dívidas que se retroalimentam no qual estavam inseridos o governo e o empresariado era uma grande pedra no sapato dos mercados financeiro e de capitais. Era, portanto, objeto de constante análise de seus agentes. Para os autores publicados na Rbmec, esse obstáculo significava algo ainda maior: tratava-se de um entrave para o desenvolvimento do país como um todo. Para eles, o Estado só conquistaria a estabilidade monetária necessária para o desenvolvimento do setor privado se quitasse suas dívidas, e, para isso, seria necessário cortar gastos.

Suas propostas para a redução do déficit público perpassavam a adoção de uma política de desenvolvimento sem intervenção estatal, onde as instituições reguladoras atuariam somente para salvaguardar um cenário justo e competitivo para a atuação das companhias brasileiras — e não com políticas regulatórias que criassem um cenário anticompetitivo, como argumentam ter ocorrido. Para os teóricos do que chamamos aqui de teoria liberal, um Estado que não oferece serviços que competem com o setor privado não se endivida e permite o pleno desenvolvimento do setor privado nacional, apoiado por um mercado de capitais atrativo, capaz de captar grandes volumes de poupança, e do crédito privado.

Apesar do transbordamento da teoria liberal sobre o campo da política, da popularização do discurso das finanças e da intensa veiculação de opiniões que defendiam a redução do

Estado tanto na imprensa tradicional (Grün, 2007) como em um periódico científico, pesquisas recentes, baseadas em observações e dados empíricos, demonstram que a separação entre Estado e mercado continua sendo mais presente na teoria do que na prática. Essa fronteira tem se tornado cada vez mais opaca, com a administração pública e as empresas estatais adquirindo participações em empresas privadas (como Musacchio e Lazzarini, 2014, demonstram ter feito o BNDES com o frigorífico JBS, por exemplo) ou adotando métodos de gestão semelhantes ao empresarial, cujas prioridades são o crescimento, o lucro e a redução de custos, em detrimento da geração de empregos, da implementação de políticas sociais e do provimento de serviços públicos de qualidade. A adoção desses métodos de administração pode vir até mesmo como estratégia para resistir à ameaça da privatização, como mostrado por Marina Defalque (2018). Vemos, assim, que a relação entre capital público e privado tem ganhado contornos dúbios, com a predominância da lógica das finanças invadindo o setor público, mas sem que esse tenha perdido sua relevância econômica.

Isso não significa, entretanto, que a dicotomia Estado/mercado seja uma farsa. Ela existe, no mínimo, como uma teoria, e, como tal, alicerça uma linha de pensamento que justifica a tomada de determinadas medidas econômicas por governos ao redor do globo. Para nos atermos a exemplos recentes ocorridos no Brasil, a privatização da estatal estratégica BR Distribuidora¹³ (responsável pela distribuição de gás de cozinha e combustíveis); o sucateamento da Companhia Nacional de Abastecimento e o fim do Programa de Aquisição de Alimentos (Conab, responsável por armazenagem e distribuição de alimentos, e PAA, programa federal que, entre outros serviços, abastecia Bancos de Alimentos e realizava compra de grãos durante a safra para manter os preços estáveis durante a entressafra)¹⁴ e as tentativas frustradas de privatização dos Correios e da DataPrev¹⁵ (responsável pela gestão de dados sensíveis de contribuintes da previdência pública) foram todas medidas tomadas durante a gestão do ex-ministro Paulo Guedes (2019-2022), ex-diretor do IBMEC e ex-editor da Rbmec, visando cortar gastos e liberalizar a economia brasileira.

Em suma, estamos diante de um cenário onde essas duas formas de compreender e fazer o mundo correm paralelamente. Ainda que a fronteira Estado/mercado tenha sido diluída, como demonstram Musacchio & Lazzarini (2014) e Wansleben (2023), ela coexiste com uma intelectualidade que não somente clama por menor intervenção governamental, como também promove a ideologia liberal e a lógica financeira dentro e fora do aparato estatal (Grün, 2007;

¹³ Ver Martendal, 2022.

¹⁴ Ver Confederação dos Trabalhadores no Serviço Público Federal, 2020.

¹⁵ Ver Santiago, 2023.

Ortiz, 2021).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Vimos, ao longo desta dissertação, as formas de atuação política e intelectual adotadas por uma elite financeira no país, que apostou sobretudo em duas estratégias bastante distintas para influenciar os rumos da política econômica nacional: campanhas difamatórias e publicações acadêmicas.

Tendo como principal objeto de estudo a Revista Brasileira de Mercado de Capitais (Rbmec), periódico científico focado no tema do mercado de capitais publicado entre 1974 e 1996, foram analisadas diversas publicações que compõem o vasto catálogo editado pelo periódico. Os dois temas de destaque que este trabalho se dedicou a analisar foram a regulação do mercado de capitais e a controversa atuação do Estado no mercado de crédito, concorrendo com instituições privadas e com o mercado de capitais pela posição de credor do desenvolvimento econômico do país.

A abordagem adotada buscou seguir as sugestões do antropólogo Horacio Ortiz (2014 e 2020; Hart e Ortiz, 2014), que clama por uma antropologia política das finanças que situe seus debates dentro de um contexto histórico global, buscando evidenciar as conexões intelectuais e políticas que nos permitem visualizar a forma pela qual a indústria financeira produz hierarquias ao redor do mundo, a fim de evitar que caiamos na armadilha de somente reproduzir os termos e visões do próprio capital financeiro.

Para isso, o trabalho se dedicou a descrever a importância dos institutos de pesquisa para a consumação do golpe civil-militar de 1964, visto pelo capital transnacional e seus associados como a solução para modernizar o mercado de capitais brasileiro e abrir as economias do país.

O mercado de valores mobiliários nacional passaria por mudanças profundas, adotando, com o advento da Lei de Mercado de Capitais (Brasil, 1965), um modo de funcionamento semelhante ao de países do Norte Global, com a criação de instituições responsáveis por discipliná-lo e o fim do regime cartorial para o trabalho dos corretores. Nos anos seguintes, uma série de outras leis aprofundou o processo de reestruturação iniciado após a deposição de João Goulart, como a criação da Comissão de Valores Mobiliários (Brasil, 1976a) e a Lei das Sociedades Anônimas (Brasil, 1976b).

Argumenta-se, contudo, que as constantes novidades jurídicas não somente moldaram o funcionamento do mercado, mas também foram *resultado* de enorme pressão política exercida por seus agentes. As propostas por alterações no mercado financeiro ganhavam

legitimidade através da circulação de textos dentro do meio acadêmico, e a Revista Brasileira de Mercado de Capitais se apresentava como o veículo ideal para que essas demandas ganhassem publicidade. A produção científica estava intrinsecamente ligada ao processo de financeirização da economia brasileira, e as opiniões veiculadas na Rbmec, em especial a partir dos últimos anos da década de 1970, faziam coro com produções de circulação mais ampla. Grün (2007) mostra ser esse o caso das reportagens e colunas políticas publicadas na imprensa brasileira, que se voltavam contra o tamanho do Estado brasileiro. Do mesmo modo, o discurso em prol de uma liberalização mais aprofundada da economia encontrava ecos nos governos neoliberais que se estabeleciam em países como Chile, Reino Unido e Estados Unidos. Tratava-se de uma tendência mundial, que gerava implicações políticas em diferentes grupos preocupados em pensar sobre questões econômicas.

Isso não significa que a Rbmec apresentasse uma lógica una, totalizante e coerente entre todas as suas publicações. Como mostra o Capítulo 3, haviam muitas disputas acerca de como a regulação do mercado deveria ser feita, e a atuação da CVM como órgão regulador do mercado de capitais estava longe de ser uma unanimidade. Acredito que haja uma importância política em descrever as contradições internas presentes no mundo das finanças, pois isso demonstra que existem fragilidades em seus discursos, apesar de todo seu poderio econômico e alto nível de qualificação acadêmica.

Já no Capítulo 4, o objetivo foi trazer dados que demonstrem o quanto a distinção entre Estado e mercado, entre setor público e privado, é muito mais complexa do que normalmente se imagina. A densidade dessa discussão vai muito além do que Milton Friedman sugeriu em 1951 como um princípio para o “neo-liberalismo”, que deveria reconhecer a importância do Estado para garantir a competitividade ao corrigir distorções e manter a estabilidade monetária. Mussachio e Lazzarini (2014) mostram que, na contemporaneidade, o Estado é, ele próprio, um investidor minoritário, um banco comercial, um *player* que busca mais do que o provimento de serviços públicos, mas o lucro. As empresas estatais que não se adaptam correm o risco da privatização, como Defalque (2018) mostra ter sido o caso da CEAGESP. Se este texto encontra dificuldades em lidar com rótulos como “liberalismo” e “neoliberalismo”, ou “Estado” e “mercado”, muito disso se deve à sua insuficiência para descrever as relações e atitudes contraditórias adotadas pelos mais diversos agentes econômicos.

Por fim, espera-se que a dissertação cumpra com seus objetivos de realizar uma antropologia política das finanças no Brasil. A narrativa sobre as origens do IBMEC como a continuidade de institutos que deram suporte financeiro e intelectual ao golpe militar e das

descrições sobre o uso político de sua publicação acadêmica, a Rbmec, para legitimar demandas por mudanças na política econômica brasileira, reformas legais e criticar a condução da economia pela ditadura militar a partir dos anos finais da década de 1970, tem por objetivo trazer à tona as conexões existentes entre um grupo de intelectuais, o setor financeiro e a política brasileira.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de. A crise do mercado paralelo de letras: causas e consequências sobre a reforma financeira de 1964-66. **Revisa Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 11, n. 33, 1985

ARAUJO, Victor Leonardo. Neoliberalismo no Brasil: uma proposta de periodização. **GEOSUL**, v. 39, n. 89, pp. 95-121, Florianópolis, 2024. DOI: <https://doi.org/10.5007/2177-5230.2024.e96842>.

BANCO Central do Brasil. Sistema Financeiro Nacional (SFN), sem data. **Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>>. Acesso em: 04 nov. 2025.

BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018.

BEAR, Laura; HO, Karen; TSING, Anna; YANAGISAKO, Sylvia. Gens: A Feminist Manifesto for the Study of Capitalism. **Society for Cultural Anthropology**. 2015. Disponível em: <<https://culanth.org/fieldsights/gens-a-feminist-manifesto-for-the-study-of-capitalism>>.

BRASIL. Decreto-Lei nº. 157. 10 de fevereiro de 1967. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/del0157.htm>.

BRASIL. Lei Complementar Nº 179, de 24 de Fevereiro de 2021. **Diário Oficial da União**, Edição 37, Seção 1, Página 3, 2021.

BRASIL. Lei nº. 4595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm>.

BRASIL. Lei No. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm>.

BRASIL. Lei No. 6.099, de 12 de setembro de 1974. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6099.htm>.

BRASIL, Lei No. 6385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>

BRASIL. Lei No. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>.

Brito, Ney O. Disclosure, regulação e betas: o professor Friend e uma palavra de reflexão. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v.3, n. 7, 1977.

BRITO, Ney O. & MENEZES, José C. A evolução recente do Mercado de Capitais para decisões estratégicas e regulatórias. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v.6, n. 18, 1980.

BUTLER, Judith. Performative Agency. **Journal of Cultural Economy**, 3:2, 147-161, 2010.

CALLON, Michel. **The laws of the markets**. Oxford: Blackwell Publishing, 1998.

CALLON, Michel; MILLO, Yuval & MUNIESA, Fabian. **Market Devices**. Oxford: Blackwell Publishing, 2007.

CARVALHO, Ney. **Origens do IBMEC e o Desenvolvimento do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Publit Soluções Editoriais, 2012.

CASTILHO, Sergio Ricardo Rodrigues; LIMA, Antonio Carlos de Souza; TEIXEIRA, Carla Costa. **Antropologia das práticas de poder: reflexões etnográficas entre burocratas, elites e corporações**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2017.

CASTRO, Hélio Portocarrero de. Sobre o caso Petrobrás. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 4, n. 10, 1978.

COENTRO FILHO, A. Algumas Considerações sobre Taxas de Juros no Brasil. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 5, n. 14, p. 213–226, 1979.

COENTRO FILHO, A. Conflitos da política econômica: um comentário. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 6, n. 16, 1980.

COENTRO FILHO, A. IBMEC: uma década de contribuições para o mercado de capitais. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 7, n. 21, 1981

COMISSÃO de Valores Mobiliários. Consequências da existência de instituições financeiras exercendo atividades no mercado de valores imobiliários. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 5, n. 15, 1979

CONFEDERAÇÃO dos Trabalhadores no Serviço Público Federal. Bolsonaro fechou mais de vinte armazéns públicos de alimentos em 2019. **Confederação dos Trabalhadores no Serviço Público Federal (CONDSEF)**, 2020. Disponível em: <https://www.condsef.org.br/noticias/bolsonaro-fechou-mais-vinte-armazens-publicos-alimentos-2019>. Acesso em: 26 de março de 2025.

Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. **Verbetes**

biográfico Eugênio Gudín, sem data. Disponível em: <<https://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/eugenio-gudin-filho>>.

Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. **Verbetes biográfico Otávio Gouveia de Bulhões**, sem data. Disponível em: <<https://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/bulhoes-otavio-gouveia-de>>

Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. **Verbetes biográfico Roberto Campos**, sem data. Disponível em: <<https://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/roberto-de-oliveira-campos>>

DEFALQUE, Marina. **A CEAGESP e a cadeia agroalimentar: etnografia de modelos de gestão em uma empresa pública**. Mestrado em Antropologia Social, Universidade Federal de São Carlos: São Carlos, 2018.

PIETRO, Maria Sylvia Zanella di. **Direito administrativo**. São Paulo: Atlas, 2002.

DREIFUSS, René Armand. **1964: A conquista do Estado: Ação política, poder e golpe de classe**. Editora Vozes, 1981.

EIZIRIK, Nelson Laks. Auto-Regulação: Perspectivas após o “Caso Cepalma”. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 5, n. 13, 1979.

EIZIRIK, Nelson Laks. As lições do Caso Vale. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 6 n. 16, 1980.

FERRARI, Hamilton. Nubank passa o Itaú e se torna o 3º maior banco em número de clientes. **Poder 360**. Brasília, 23 jan. De 2025. Disponível em: <<https://www.poder360.com.br/poder-economia/nubank-passa-o-itau-e-se-torna-o-3o-maior-em-numero-de-clientes/>>. Acesso em: 10 nov. 2025.

FONSECA, Caue de Vargas. **Pela Boca dos Outros: Breve análise do que Veja tem a nos dizer por meio de suas páginas amarelas**, 2006. 134f. Trabalho de Conclusão de Curso da Faculdade de Biblioteconomia e Comunicação, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/248552/000620491.pdf;jsessionid=1241D5B5B3EC7ABB6A01EF08C47EB3FD?sequence=1>>. Acesso em: 02 nov. 2025.

FONSECA, Herculano Borges da. O Caso Vale: alienação de ações e propriedade da União pelo regime especial da Lei n. 4728/65. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 6, n. 16, 1980.

FONSECA, J. S.; SANVICENTE, A. Z. A Concentração do Sistema Bancário Comercial Brasileiro. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 3, n. 9, p. 433–455,

1977.

FOSTER, C. M. The politics of independent Central Banks. **Public Administration**, 95:1, pp.289-293, DOI: <https://doi.org/10.1111/padm.12292>. 2016.

FRIEDMAN, Milton. Neo-Liberalism and its Prospects. **Farmand**. Oslo, Noruega, 17 de fevereiro de 1951. Disponível em: <https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/214957/full>>. Acesso em: 02 nov. 2025.

FRIEND, Irwin. Fundamentos econômicos da regulação do mercado acionário. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 1, n. 3, 1975

FRIEND, Irwin. Implicações da crescente participação dos investimentos institucionais no mercado acionário. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 2, n. 5, 1976.

FURUBOTN, Eirik G. & ROSE, Peter S. O papel das companhias de seguro no sistema financeiro norte-americano. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v.2, n.6, 1976

FURUBOTN, Eirik G. & ROSE, Peter S. Fundos de pensão públicos e privados nos Estados Unidos: seu papel no desenvolvimento do Mercado de Capitais. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v.1, n.11, 1978

G1. Bovespa bate recorde após eleição de Bolsonaro, mas fecha em queda à espera de detalhes do novo governo. **G1**, 2018. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/10/29/bovespa-29102018.ghtml>. Acesso em: 26 mar. 2025.

G1. Íntegra do discurso do ministro da Economia, Paulo Guedes, durante transmissão de cargo. **G1**, 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/video/integra-do-discurso-do-ministro-da-economia-paulo-guedes-durante-transmissao-de-cargo-7272071.ghtml>>. Acesso em: 23 out. 2025.

GILBERT, Paul & SKLAIR, Jessica. Introduction: Ethnographical engagements with global elites. **Focaal**, v. 2018, n. 81, 2018.

GONÇALVES, A. C. P.; ALBUQUERQUE, F. Dívida Externa Brasileira: Projeções. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 3, n. 8, p. 219–229, 1977.

GRÜN, Roberto. Decifra-me ou te devoro! As finanças e a sociedade brasileira. **Mana** 13.2, 2007. pp. 381-410.

GUPTA, Akhil. **Red Tape: bureaucracy, structural violence, and poverty in India**. Durham: Duke University Press, 2012.

HART, Keith & ORTIZ, Horacio. The Anthropology of Money and Finance: Between Ethnography and World History. **Annual Review of Anthropology** 43, pp. 465-482, 2014.

HARVEY, David. **O Neoliberalismo: história e implicações**. Edições Loyola, São Paulo, 2007.

HOLMES, Douglas, and MARCUS, George. Collaboration today and the re-imagination of the classic scene of fieldwork encounter. **Collaborative Anthropologies** 1 (1): pp. 81–101, 2008.

HOPT, Klaus J. Grupos societários no sistema legal da Alemanha. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 6, n. 7, 1980.

HULL, Matthew S. Documents and bureaucracy. **Annual review of anthropology** 41, pp. 251-267, 2012

INFOMONEY. Paulo Guedes: a trajetória do fiador econômico do governo Bolsonaro. **InfoMoney**, 2018. Disponível em <<https://www.infomoney.com.br/perfil/paulo-guedes/>>. Acesso em 26 mar. 2025.

INFORMANTE, O. Jornalista do JB relembra a saga da Cepalpa na região dos Cocais. **Portal O Informante**, 20 mar. 2024. Disponível em: <<https://portaloinformante.com.br/noticias/2024/03/jornalista-do-jb-relembra-a-saga-da-cepalpa-na-regiao-dos-cocais/>> Acesso em: 11 nov. 2025.

INSTITUTO Brasileiro de Mercado de Capitais. Investimentos estrangeiros e a regulamentação das sociedades de investimento estrangeiros DL. 1401. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 7, n. 21, 1981.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; OLIVEIRA, Jefferson de; SOLURI, Aline Feldman. Perfil da pesquisa em finanças no Brasil. RAE: **Revista de administração de empresas**, 43 (1), DOI: <https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000100010>, 2003.

LEIRNER, Piero. **Meia Volta Volver: um estudo antropológico sobre a hierarquia militar**. Rio de Janeiro: Editora Fundação Getúlio Vargas, 1997.

LEIRNER, Piero e BEVILAQUA, Ciméa. Notas sobre a análise antropológica de setores do Estado brasileiro. **Revista de Antropologia**, USP, v.43, n.2, 2000.

LEROY-LEWIS, David Henry. Regulação da indústria de títulos no Reino Unido. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 2, n. 6, 1976.

LOUREIRO, Maria Rita. Economistas e elites dirigentes no Brasil. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 7, n. 20, p. 47-65, 1992.

LOUREIRO, Maria Rita. **Os economistas no governo: gestão econômica e democracia**. Editora Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 1997.

LOWENKRON, Laura; FERREIRA, Leticia. Perspectivas antropológicas sobre documentos: diálogos etnográficos na trilha dos papéis policiais. In: FERREIRA, Leticia; LOWENKRON, Laura (orgs.) **Etnografia de documentos: pesquisas antropológicas entre papéis, carimbos e burocracias**. Rio de Janeiro: E-Papers, 2020.

MACHADO, M. F.; MEDEIROS, J. M. Crédito subsidiado no Brasil - 1967-79. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 6, n. 17, p. 172–188, 1980.

MACKENZIE, Donald. **An engine, not a camera: How financial models shape markets**. Cambridge, MA: MIT Press, 2006.

MACKENZIE, D.; MUNIESA, F.; SIU, L. **Do economists make markets?: On the performativity of economics**. Princeton University Press, DOI: <https://doi.org/10.2307/j.ctv10vm29m>, 2007.

MALINOWSKI, Bronislaw. **Argonautas do pacífico ocidental**. São Paulo: Ubu Editora LTDA-ME, 2018.

MANTEGA, Guido. Celso Furtado e o pensamento econômico brasileiro. **Revista de Economia Política**, v. 9, n. 4, outubro-dezembro de 1989.

MARKOWITZ, Michele Andrea. **Bancos e banqueiros, empresas e famílias no Brasil**. Dissertação de mestrado, Programa de Pós-Graduação em Antropologia e Sociologia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2004.

MARTENDAL, L. Privatizações de Bolsonaro: o que ficou na promessa e o que saiu do papel? **Uol**, 2022. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2022/04/01/privatizacoes-de-bolsonaro-o-que-ficou-na-promessa-e-o-que-virou-privado.htm>>. Acesso em: 25 mar. 2025.

MATTEI, Ugo, & NADER, Laura. **Pilhagem: quando o Estado de Direito é ilegal**. São Paulo: Editora WMF Martins Fontes, 2013.

MELO, José Luiz. O mercado de ações e seu público nos Estados Unidos: Uma análise comparada de resultados empíricos. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v.1, n.0, 1974

MENDONÇA NETTO, Horácio de. Nota do Editor. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 1, n. 0, s/n, 1974.

MENDONÇA NETTO, Horácio de & EIZIRIK, Nelson Laks. O privilegiamento de informações e o caso Petrobras. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 4, n. 10, 1978

MONT Pelerin Society. About. **Mont Pelerin Society**, sem data. Disponível em: <<https://montpelerin.org/about/>>. Acesso em: 02 nov. 2025.

MORAWSKA, Catarina. Eles não sabem o preço da rua: tecnologias políticas de inclusão e literacia financeiras em Angola, **Revista Ayé**, v. 6, n. 1, Universidade da Integração Internacional da Lusofonia Afro-Brasileira, Redenção, Ceará, 2024.

MORAWSKA, Catarina. **Os enleios da tarrafa**: etnografia de uma relação transnacional entre ONGs. São Carlos: EdUFSCar, 2014.

MOREIRA, R. M. A concentração bancária e a conglomeração financeira. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 10, n. 32, pp. 303-314, 1984.

MIROSWKI, Philip; PLEHWE, Dieter. **The Road from Mont Pèlerin**: The making of neoliberal thought collective. Harvard University Press, Londres, Inglaterra, 2009.

MITCHELL, Timothy. The work of economics: how a discipline makes its world. **European Journal of sociology/Archives Européennes de sociologie** 46, no. 2. pp. 297-320, 2005.

MÜLLER, Lúcia Helena Alves. **Mercado exemplar: um estudo antropológico sobre a bolsa de valores**. Porto Alegre: Zouk Editora e Distribuidora LTDA, 2006.

MUNIESA, Fabian, MILLO, Yuval & CALLON, Michel. An introduction to market devices. **The sociological review** 55.2, 2007. pp. 1-12.

MUNDHEIM, Robert H. Tendências do processo de *Disclosure* nos Estados Unidos. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v.1, n.2, 1975

MUNDHEIM, Robert H. Regulação no mercado de títulos nos Estados Unidos. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v.2, n.5, 1976a

MUNDHEIM, Robert H. A evolução do sistema de Mercado Central nos Estados Unidos. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v.2, n.5, 1976b

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio. **Reinventing state capitalism: Leviathan in business, Brazil and beyond**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2014.

NADER, Laura. **Up the anthropologist: perspectives gained from studying up**. In: HYMES, Dell. *Reinventing anthropology*. University of Michigan Press, 1972.

NADER, Laura. **The life of the law: anthropological projects**. University of California Press, 2002.

NEIBURG, F. & GUYER, J. I. **The real economy: Essays in ethnographic theory**. Chicago: Hau Books, 2019.

NOTA do Editor. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 6, n. 16, 1980.

OLIVEIRA, Fellippe. IPÊS E IBAD: A crise política da década de 60 e o advento do Golpe Civil-Militar de 1964. **Revista de História Comparada**, v.2, n. 2, 2008.

ONTO, Gustavo. The market as lived experience: on the knowledge of markets in antitrust analysis. **Vibrant: Virtual Brazilian Anthropology** 11, pp. 159-190, 2014.

ONTO, Gustavo. Competition on paper: artifacts of visualization in antitrust policy. **Economic Sociology**, v. 20, pp. 24-30, 2019.

ORTIZ, Horacio. A political anthropology of finance: Studying the distribution of money in the financial industry as a political process. **Anthropological Theory** 21:1, pp. 3-27, 2021.

ORTIZ, Horacio. A political anthropology of finance: Profits, states, and cultures in cross-border investment in Shanghai. **Hau: Journal of Ethnographic Theory** 7 (3), pp. 325–345, 2017.

PARDO-GUERRA, Juan Pablo. **Automating finance: infrastructures, engineers, and the making of electronic markets**. Cambridge University Press, 2019.

PARDO-GUERRA, Juan Pablo. Where are the market devices? Exploring the links among regulation, markets, and technology at the Securities and Exchange Commission, 1935–2010. **Theory and society**, v. 49, n. 2, pp. 245-276, 2020.

PEREIRA, E. N. C. Dívida Pública e Financiamento do Déficit Público. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 10, n. 32, p. 321–339, 1984.

PEREIRA, E. N. C. & NUNES, R. P. M. Sistema financeiro nacional: uma avaliação sobre seu desempenho recente. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 10, n. 32, 1984.

PINA-CABRAL, João de, & PEDROSO DE LIMA, Antónia (orgs.) **Elites: Choice, leadership and succession**. Oxford: Berg, 2000.

PINTO, A. C. F. Mercado de capitais e intervenção estatal no Brasil. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 10, n. 32, pp. 315-320, 1984.

PLATONOW, Vladimir. Bolsonaro vai criar superministério da Economia. **Agência Brasil**, 2018. Disponível em: <<https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2018-10/bolsonaro-vai-criar-superministerio-da-economia>>. Acesso em: 25 mar. 2025.

POLLACK, Irving. A auto-regulação a partir do ponto de vista de uma agência governamental de regulação. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 5, n. 13, 1979.

POMPEIA, Caio. “Agro é tudo”: simulações no aparato de legitimação do agronegócio.

Horizontes Antropológicos, a. 26, n. 56, pp. 195-224, 2020.

POMPEIA, Caio. **Formação Política do Agronegócio**. São Paulo: Editora Elefante, 2021.

POSER, Norman S. O sistema de mercado central norte-americano. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 6, n. 17, 1980.

REGINATTO, Ana Carolina. **Os mineradores e a conquista do Estado: do Hanna ao golpe de 1964**. Anais do Colóquio Marx e o Marxismo 2017: De O capital à Revolução de Outubro (1867 – 1917), Niterói, Rio de Janeiro, 2017.

REVISTA Brasileira de Mercado de Capitais, v.1, n.0, p.2, 1974.

RIDER, Barry Alexander e HEW, Elaina J. Regulações de títulos de empresas no Reino Unido - os méritos da auto-regulação. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 4, n. 10, 1978

RILES, Annelise. **Collateral knowledge: Legal reasoning in the global financial markets**. University of Chicago Press, 2011.

RILES, Annelise. **Documents: artifacts of modern knowledge**. University of Michigan Press. 2006.

ROBERTA, Brenda. B3: ‘monopólio sempre impediu crescimento do mercado’, diz especialista. **BPMoney**, 2024. Disponível em: <<https://bpmoney.com.br/mercado/b3-monopolio-empres-impediu-crescimento-do-mercado-diz-especialista/>>. Acesso em: 02 nov. 2025.

RODRIGUES, Domingos de Gouveia. O porte do mercado de ações e debêntures: Brasil versus países industrializados (1970-83). **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 11, n. 33, 1985.

SAHLINS, Marshall. **The Western illusion of human nature: with reflections on the long history of hierarchy, equality, and the sublimation of anarchy in the West, and comparative notes on other conceptions of the human condition**. Chicago: Prickly Paradigm Press, 2008

SANTIAGO, A. Lula barra privatização de Serpro e Dataprev; qual o papel dessas estatais? **Uol Tilt**, 2023. Online. Disponível em: <https://www.uol.com.br/tilt/noticias/redacao/2023/01/02/o-que-e-serpro-dataprev-privatizacao.htm>. Acesso em: 26 mar. 2025.

SANTOS, Wanderley Guilherme dos. **Sessenta e quatro: anatomia da crise**. São Paulo: Vértice, 1986.

SHAMAS, Victor L. Burying Mont Pèlerin: Milton Friedman and neoliberal vanguardism. **Constellations**, 25:1, pp. 1-16, 2017.

SILVA, Patrícia Kunrath. **A outra face da desigualdade: a articulação das elites no campo da filantropia e investimento social privado**. Revista Brasileira de Sociologia, v. 4, n. 7, p. 135-174, 2016.

SILVA, Patrícia Kunrath. **Vestindo a camiseta: engajamento institucional e construção de identidades no contexto de intercâmbios culturais da AIESEC**. Dissertação de mestrado. Programa de Pós-Graduação em Antropologia Social, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2012.

SJAASTAD, Larry. Um reexame da Função-Consumo. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 1, n. 3, 1975

SJAASTAD, Larry. Um critério de investimento sob racionamento de capital. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 2, n. 6, 1976.

SJAASTAD, Larry. O fracasso do liberalismo econômico no cone sul da América Latina. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 9, n. 26, 1983

SKLAIR, Jessica. **A filantropia paulistana: ações sociais em uma cidade segregada**. Humanitas, 2010.

SKLAIR, Jessica. Closeness and critique among Brazilian philanthropists, **Focaal**, v. 2018, n. 81, 2018.

SOUZA, Newton Sérgio de. Divulgação de informações de natureza subjetiva: a experiência do direito norte-americano. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 7, n. 19, 1981.

SOUZA, U. J. I. & MONTEZANO, R. M. Reforma bancária: Uma das condições necessárias para o saneamento da economia brasileira. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 10, n. 32, pp. 341-360, 1984.

SZYNIAK, David. Reforma financeira argentina: algumas reflexões. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v.4, n. 11, 1978

TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca. Trajetória para a reforma financeira. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 10, n. 32, 1984

TEIXEIRA DA COSTA, R. **Mercado de Capitais: Uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imesp, 2010.

VASCONCELLOS, Geraldo Magella M. de. Uma análise dos efeitos da regulação sobre o mercado acionário brasileiro. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 8, n. 22,

1982.

WALD, Arnaldo. Algumas considerações sobre as Sociedades Coligadas e os Grupos de Sociedades na nova lei das Sociedades Anônimas. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 3, n.8, 1977.

WALD, Arnaldo. Do regime legal da venda das ações de sociedades de economia mista pertencentes à União Federal. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 6, n. 16, 1980.

WANSLEBEN, L. **The rise of central banks: State power in financial capitalism**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2023.