



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

O SISTEMA FINANCEIRO ALEMÃO E O FINANCIAMENTO DO
INVESTIMENTO: CONDICIONANTES HISTÓRICOS
NO NOVO MARCO INSTITUCIONAL

Carla Cristiane Lopes Corte

Dissertação de Mestrado apresentada
ao Instituto de Economia da UNICAMP
para obtenção do título de Mestre em
Ciências Econômicas, sob a orientação
do Prof. Dr. Antônio Carlos Macedo e
Silva.

*Este exemplar corresponde ao original da
dissertação defendida por Carla Cristiane
Lopes Corte em 27/06/2002 e orientada
pelo Prof. Dr. Antônio Carlos Macedo e
Silva.*

CPG, 27/06/2002

Campinas, 2002

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL
SEÇÃO CIRCULANTE
i

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

UNIDADE Be
Nº CHAMADA T/UNICAMP
C818s
V _____ EX _____
TOMBO BCI 51012
PROC 16.837/02
C _____ DY _____
PREÇO R\$ 11,00
DATA 27/09/02
Nº CPD _____

CM00174313-7

BIB ID 259194

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

C818s

Corte, Carla Cristiane Lopes.

O Sistema financeiro alemão e o financiamento do investimento : condicionantes históricos no novo marco institucional / Carla Cristiane Lopes Corte. -- Campinas, SP : [s.n.], 2002.

Orientador: Antonio Carlos Macedo e Silva.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Sociedades de credito e financiamento - Alemanha. 2. Alemanha – Política financeira. I. Silva, Antonio Carlos Macedo e. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

“A verdadeira importância da razão
reside no poder que tem de nos fazer
compreender as próprias limitações”
(Páginas de Carnet)

00045628

Para meus pais (*in memoriam*), exemplos maiores, minha infinita gratidão. À minha família, pelo apoio irrestrito. Ao Leonardo, pela grandeza de alma e pela certeza da unidade (há muito....e por todo). À minha pequena Giulia, melhor parte de mim, que ainda compreende muito pouco, mas que compartilha comigo o amarelo, o azul e o vento.

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação surgiu das preocupações manifestadas pelo prof. Dr. José Carlos de Souza Braga acerca da nova “macroestrutura financeira”, durante um curso por ele ministrado sobre as mudanças no ambiente internacional. Por diversas vezes, as discussões encaminharam-se para questionamentos sobre o comportamento da economia alemã em tal contexto.

Sua viabilidade só se tornou possível graças a conjugação de apoios institucional e de pessoas. Durante a sua elaboração, muitos contribuíram para que ela chegasse ao seu final, com demonstrações de amizade, paciência e estímulo. Minha profunda gratidão à todos.

Ao Professor Dr. Antônio Carlos Macedo e Silva, Mestre e orientador, por tantos aspectos: competência, dedicação, apoio incondicional e, sobretudo, pelo exemplo.

Ao Professor Dr. José Carlos de Souza Braga, pela competência intelectual e sugestão do tema, pelas discussões iniciais e pela generosidade de compreensão.

Ao Professor Dr. Dante Aldrighi, pelo desprendimento e disposição de ajudar quando o projeto de pesquisa estava ainda “muito longe de ser”. A continuidade do trabalho em muito está relacionada ao seu apoio e incentivo.

Ao Professor Dr. Marco Antônio Macedo Cintra, pelos textos enviados e pela grande pré-disposição de ajuda.

Ao Leonardo, com quem tenho o privilégio de caminhar ao lado, pelo apoio infinito. À Minha pequena Giulia, a quem devo a poesia da vida e a necessidade de prosseguir, sempre, por “aceitar” a minha ausência.

Aos meus amigos de mesma jornada, por anos de convivência e pelas diversas e profundas discussões: Marmi, Dé, Lussieu, Edvânio, Cris, Cláudio, Cid e Noemi.

Às pessoas do instituto de economia, que sempre se mostraram dispostas a auxiliar: Cida e Alberto (da Secretaria Acadêmica do IE), Almira, Dora, Edilson e Ademir (do CEDOC), Pedro (do NEIT) e Daniel, Conceição, Zé e Bia (do xerox)

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO 1: A EVOLUÇÃO DA ECONOMIA ALEMÃ E OS FUNDAMENTOS DO SISTEMA FINANCEIRO: PREPONDERÂNCIA DO SISTEMA BANCÁRIO E FINANÇAS INDUSTRIALIZANTES.....	7
1.1 DA UNIFICAÇÃO À REUNIFICAÇÃO: ASPECTOS GERAIS.....	9
1.2 A ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO	33
1.2.1 A regulação e a supervisão prudencial.....	36
1.2.1 As instituições financeiras bancárias.....	42
1.2.3 As Instituições Financeiras não Bancárias.....	52
1.3 O SISTEMA FINANCEIRO E O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO	55
1.3.1 A estrutura financeira, o investimento e o desenvolvimento econômico.....	55
1.3.2 O arcabouço legal e o padrão organizacional dos demandantes de crédito.....	58
1.3.3 O financiamento do investimento: do imediato pós guerra ao final dos anos 80.....	65
CAPÍTULO 2 – O SISTEMA FINANCEIRO ALEMÃO E O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO ATUAL MARCO INSTITUCIONAL.....	67
2.1 AS MUDANÇAS GLOBAIS E OS IMPACTOS NO MERCADO DE CRÉDITO.....	69
2.2 O LADO DA OFERTA: AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO.....	76
2.2.1 As instituições financeiras não bancárias: investidores institucionais e mercado de capitais.....	79
2.2.2 As instituições financeiras bancárias: Estratégias financeiras e oferta de crédito.....	86
2.2.3 As instituições financeiras e o financiamento do investimento nos anos 90.....	96
2.3 O LADO DA DEMANDA: <i>CORPORATE GOVERNANCE</i> E <i>CORPORATE FINANCE</i> DOS EMPREENDIMENTOS PRODUTIVOS.....	100
CONCLUSÃO.....	145
BIBLIOGRAFIA.....	155

Lista de Tabelas

Tabela 1 -	Proporção dos ativos monetários em posse das famílias (1950-1989).....	30
Tabela 2 -	Taxa de auto financiamento e participação dos ativos e passivos das empresas (1950-1989).....	30
Tabela 3 -	Números e participação dos bancos alemães no volume de negócios, por categoria de bancos (1950-1988).....	44
Tabela 4 -	Os maiores bancos alemães, por volume de recursos (final de 1988, em DM bilhões).....	46
Tabela 5 -	Fontes líquidas do financiamento do investimento para o setor produtivo (1950-1989, em %).....	65
Tabela 6 -	Características do mercado de ações para alguns países selecionados (em 1995).....	83
Tabela 7 -	Características do mercado de <i>bonds</i> e debentures para alguns países selecionados (em 1995).....	83
Tabela 8 -	Dívidas securitizadas para países selecionados (meados de 1999).....	84
Tabela 09 -	Número e percentual do total de ativos de todos os bancos (dezembro de 2000).....	90
Tabela 10 -	Venda e compra de <i>bonds</i> na Alemanha (1991-1998, em % do total).....	93
Tabela 11 -	Compra de certificados de fundos de investimento na Alemanha (1991-1998, em % do total).....	93
Tabela 12 -	Venda e compra de ações na Alemanha (1991-1998, em % do total).....	94
Tabela 13 -	Tamanho e formas legais das empresas alemãs (todos os setores, final de 1997).....	97
Tabela 14 -	Fontes líquidas do financiamento do investimento para o setor produtivo.....	98
Tabela 15 -	Estrutura de posse das corporações Listadas, Alemanha (1990, em %).....	109
Tabela 16 -	A heterogeneidade da estrutura financeira dos empreendimentos alemães (1987 a 1995).....	143

Lista de Gráficos

(exclusivamente para a Alemanha)

Gráfico 01 -	Estrutura geral dos passivos dos empreendimentos produtivos (1987-1995).....	121
Gráfico 02 -	Participação dos recursos próprios no total de passivos, por tamanho de empresas (1987-1995).....	122
Gráfico 03 -	Total de credores em relação ao total de passivos por tamanho de empresas (1987-1995).....	125
Gráfico 04 -	Total de empréstimos bancários em relação ao total de passivos, por tamanho de empresas (1987-1995).....	126
Gráfico 05 -	Total de empréstimos bancários de curto prazo em relação ao total de passivos, por tamanho de empresas (1987-1995).....	129
Gráfico 06 -	Total de empréstimos bancários de longo prazo em relação ao total de passivos, por tamanho de empresas (1987-1995).....	129
Gráfico 07 -	Participação das provisões para riscos e mudanças em relação ao total de passivos, por tamanho de empresas (1987-1995).....	131
Gráfico 08 -	Participação das provisões para fundos de pensão em relação ao total de passivos, por tamanho de empresas (1987-1995).....	132
Gráfico 09 -	Estrutura geral dos ativos (1987-1995).....	134
Gráfico 10 -	Ativos fixos tangíveis em relação ao total de ativos, por tamanho de empresas (1987-1995).....	135
Gráfico 11 -	Ativos fixos financeiros em relação ao total de ativos, por tamanho de empresas (1987-1995).....	136
Gráfico 12 -	Participação dos devedores no interior das companhias associadas em relação ao total de ativos, por tamanho de empresas (1987-1995)..	137
Gráfico 13 -	Participação dos estoques em relação ao total de ativos, por tamanho de empresas (1987-1995).....	138
Gráfico 14 -	Liquidez em relação ao total de ativos, por tamanho de empresas (1987-1995).....	139
Gráfico 15 -	Empréstimos bancários por tamanho de empresas (parâmetro: <i>turnover</i> anual (1987-1998).....	142

Lista de Quadros

Quadro	01 - Estrutura do sistema financeiro alemão.....	35
Quadro	02 - Estrutura e sequência dos procedimentos de insolvência alemã.....	123
Quadro	03 - Relações Bancárias Preferenciais: <i>Hausbank</i>	127
Quadro	04 - Conceitos e significados do sistema de pensão alemão.....	133

Resumo

Essa dissertação tem como objetivo analisar a estrutura atual do sistema financeiro alemão e sua funcionalidade no que se refere ao financiamento produtivo.

A idéia a ser defendida é que em função de aspectos constitutivos (legais, históricos e institucionais) o sistema financeiro coloca-se como promotor do desenvolvimento econômico, dadas as intrínsecas relações entre os sistemas financeiro e produtivo alemão.

A estrutura do trabalho contempla aspectos históricos e institucionais que explicam essa relação (capítulo 1) e avalia as mudanças atuais pelas quais passam os sistemas financeiro e produtivo (capítulo2).

As estruturas de *corporate governance* e *corporate finance* dos empreendimentos produtivos alemães são analisadas: o *stakeholder model*, que caracteriza a governança corporativa alemã contrapõe-se essencialmente ao modelo hegemônico vigente (*shareholder model*), reforçando, de certa forma, a relação banco-indústria (como, por exemplo, por meio de uma estrutura de posse concentrada e com forte participação bancária nos empreendimentos).

A estrutura de *corporate finance* do setor produtivo também demonstra que os bancos assumem importância decisiva; é determinante o seu papel de credor junto às pequenas e médias empresas (responsáveis por aproximadamente 2/3 do parque produtivo alemão) e atuam fortemente no segmento das grandes corporações por meio de participações acionárias ou representação nos conselhos de supervisão de tais empreendimentos.

Introdução

O objetivo dessa dissertação é analisar a estrutura atual do sistema financeiro alemão e sua funcionalidade quanto ao financiamento do investimento produtivo. O núcleo da pesquisa está na avaliação de como se manifesta na economia alemã o movimento mundial de "financeirização", considerando-se o conceito de "finanças industrializantes"¹.

A idéia a ser defendida é que em função de uma série de aspectos constitutivos (históricos, legais e institucionais) o sistema financeiro alemão, a despeito das alterações sofridas em função do movimento mundial de liberalização, da incorporação de uma gama variada de inovações (financeiras e de gestão de negócios) e de participar (em alguns aspectos, ativamente) do novo marco institucional, ainda se coloca como promotor do desenvolvimento econômico, dadas a importância decisiva dos créditos bancários no segmento de pequenas e médias empresas (responsáveis por uma significativa proporção da produção alemã) e a participação ativa dos bancos nos grandes empreendimentos.

Como caminho para justificar tal defesa, a pesquisa centra a análise em dois aspectos principais que se interrelacionam: (i) os condicionantes históricos e institucionais que explicam a profunda relação que une o setor produtivo ao sistema financeiro e (ii) a capacidade de reação e adaptação do sistema financeiro às modificações ocorridas no atual contexto internacional.

O primeiro aspecto é objeto de estudo do primeiro capítulo, cuja estrutura busca descrever a composição do sistema financeiro e ressaltar a importância do mesmo para o investimento produtivo (como forma a dar sustentação ao capítulo seguinte) e,

¹ Por finanças industrializantes, segundo Braga (1998:149), compreende-se a "sinergia, orgânica e dinâmica, entre os sistemas financeiros e industrial. (...) a existência deste tipo de finanças supõe a interdependência entre o sistema monetário-financeiro e o sistema industrial, de tal sorte que um não pode existir sem o outro".

principalmente, demonstrar que a relevância dos bancos para o desenvolvimento econômico apresenta-se em todas as etapas pelas quais passa a economia alemã, desde a fase de unificação, na qual a Prússia assume o papel de liderança moldando, de certa forma, a sociedade alemã, à sua forma e semelhança e tomando para si a incumbência de iniciar o processo de concentração e centralização de capitais, até o momento atual. Ao longo desse período, a estrutura bancária fortalece-se gradativamente, principalmente à época da industrialização, quando participa ativa e decisivamente tornando-se, desde então, parte “constitutiva” do setor produtivo.

O desenvolvimento da estrutura bancária alemã está diretamente associado à “universalidade” de suas funções: os bancos, em geral, combinam atividades de bancos comerciais e de investimento. Esse amplo escopo de atividades possibilita um grau elevado de flexibilidade para se adequar às diversas conjunturas econômicas. No atual contexto, a reação das instituições de crédito ao decréscimo dos empréstimos está na elevação de sua participação no comércio de títulos: no processo alemão de *securitização* as instituições de crédito assumem um papel de destaque.

Os bancos também participam ativamente dos empreendimentos não financeiros (principalmente no setor produtivo), seja como credores e acionistas, seja pela capacidade de exercer poder por meio da participação nos conselhos de supervisão ou pelo direito de votar por procuração nas reuniões dos acionistas².

Seu papel de credor é decisivo para as pequenas e médias empresas, dentre outros aspectos, pelo histórico e fechado relacionamento que une os bancos aos empreendimentos produtivos (conhecido como princípio *hausbank*), minimizando sobremaneira os problemas relacionados à assimetria de informações, particularmente acentuada nestes setores.

² Segundo Krümmel (1980 *apud* Dietl, 1998) o termo “banco universal”, além de estar associado à ampla linha de serviços bancários, está diretamente relacionado a esse poder de influência sobre o setor não financeiro.

A influência que exercem sobre o segmento de grandes empresas (principalmente sobre as corporações de capital aberto) está menos associada à sua função de credor e mais relacionada à sua participação como controlador, uma vez que participam ativamente dos conselhos de supervisão, possuem um elevado poder derivado de sua capacidade de votar por procuração e são importantes acionistas (é bastante elevada a posse cruzada de ações no ambiente corporativo alemão).

As mudanças atuais no cenário financeiro e o modo como a Alemanha reage são objetos de análise do segundo capítulo. As modificações no quadro institucional não somente se fazem presentes na Alemanha, como confrontam-se diretamente com a forma como o país historicamente organiza as suas finanças e a sua produção. A maneira como a Alemanha responde a estas alterações é a justificativa para sustentar a defesa da importância do sistema bancário para o investimento produtivo.

Essa “resposta” está estritamente associada ao quadro legal e institucional alemão. As estruturas de *corporate governance* e *corporate finance* assumem características e peculiaridades condizentes como o processo histórico de “finanças industrializantes”: o rentismo não é priorizado, a importância dos tomadores de recursos é respeitada e os recursos ainda são canalizados com vistas à produção e não a valorização no mercado bursátil.

Portanto, a organização corporativa alemã ainda distancia-se sobremaneira do padrão vigente, conhecido como *shareholder value*. Segundo Aglietta (1995), esse modo ímpar de governança corporativa (e financeira) pode ser definido considerando-se os seguintes critérios:

- (a) Legitimação: designa os valores sociais e caracteriza a ética que governa as práticas financeiras. No padrão hegemônico prevalece a disciplina do mercado e o capitalismo concorrencial; já no modelo alemão, caracterizado como ‘Economia Social de Mercado’, a participação de todos os agentes

sociais é decisiva no sentido de orientar as empresas em direção a um bem comum.

- (b) Coordenação: relaciona-se diretamente à participação dos agentes econômicos na alocação do capital. Em outras palavras, como a sociedade exerce poder sobre os dirigentes das empresas, no sentido de controlar o bom uso dos recursos colocados à disposição. No padrão hegemônico, esse papel é assumido pelos acionistas com o objetivo de valorização constante no mercado bursátil (*shareholder model*). Para a Alemanha, este controle é exercido por intermédio dos conselhos de supervisão das empresas, dos bancos e de todos os agentes *envolvidos* (*stakeholder model*).
- (c) Controle: determina as punições e as pressões para modificar as estratégias das empresas em situações de dificuldades. Enquanto no padrão hegemônico, este mecanismo é realizado por meio de tomadas hostis (*hostile takeovers*) e liquidação dos ativos, na Alemanha, os empreendimentos que estão passando por dificuldades têm na reorganização dirigida (geralmente por intermédio dos conselhos de supervisão das empresas) o caminho para a busca de soluções.
- (d) Segurança: critério que mensura a participação dos agentes no sentido de minimizar os riscos existentes quanto à tomada e alocação de recursos. Para o modelo anglo-saxão, a prática utilizada é por intermédio do mercado, principalmente por meio de transparência das informações e supervisões independentes. Na Alemanha, a prática comum está associada a um mecanismo de normalização de condutas, principalmente por uma forte autodisciplina profissional.

Todos esses elementos constitutivos do sistema alemão de *corporate governance* (caracterizado por um conjunto de instituições *nonmarket*) são fortalecidos ao longo do tempo, a despeito das “*tensões surgidas nos últimos anos no sentido de movê-lo em direção ao estilo americano, que enfatiza a movimentação de recursos financeiros e gratificações administrativas baseada na performance da bolsa de valores*” (Papadimitriou, 1998 *apud* O’Sullivan, 1998:5), fazendo com que até o presente momento o chamado “*patient capital*” (ou recursos financeiros com compromissos de longo prazo) ainda assuma o papel central (O’Sullivan, 1998). A estrutura constitutiva do cenário corporativo alemão fortalece, portanto, o *stakeholder model*, limitando assim a possibilidade de que mecanismos de mercado venham a prevalecer em tal ambiente e evitando o movimento de “financeirização” da gestão das empresas (ou seja, a busca quase exclusiva de rentabilidade financeira).

A estrutura de *corporate finance* corrobora esta posição de ainda pouca expressividade do poder dos credores em detrimento aos devedores: (i) o volume de negócios no mercado de títulos, a despeito da expressiva elevação dos últimos anos, ainda apresenta um grande *gap* em relação ao padrão internacional e (ii) boa parte dos negócios realizados naquele mercado ocorre por intermédio das instituições de crédito.

As finanças corporativas, nesse sentido, não estão sustentadas em títulos e sim em crédito bancário (principalmente para pequenas e médias empresas) ou recursos próprios (no caso das grandes corporações). De acordo com o relatório Bundesbank-Banque de France (1999), enquanto modelo de financiamento é possível caracterizar, à *la Hicks*, as pequenas e médias empresas alemãs como economia de endividamento (*oferdraft economy*) e as grandes corporações como economia de autofinanciamento (*auto economy*), este fundado em recursos próprios e não em recursos de terceiros via participações acionárias, tal como ocorre no padrão hegemônico.

Portanto, aspectos que caracterizam a atual dinâmica do sistema financeiro internacional, como a elevação da riqueza financeira, a predominância de financiamento por intermédio do mercado, o papel de destaque dado aos acionistas (e credores, em geral) e a diminuição do papel das instituições bancárias não assumem um grau de importância relevante na Alemanha. À guisa de conclusão, estes aspectos são ressaltados, juntamente com a revisão das conclusões parciais alcançadas ao longo dos dois primeiros capítulos.

CAPÍTULO 1

A EVOLUÇÃO DA ECONOMIA ALEMÃ E OS FUNDAMENTOS DO SISTEMA FINANCEIRO: PREPONDERÂNCIA DO SISTEMA BANCÁRIO E FINANÇAS INDUSTRIALIZANTES

O desenvolvimento da economia alemã, desde o processo de industrialização, está diretamente relacionado à estrutura financeira. A base institucional deste sistema é caracterizada por uma forte sinergia entre os sistemas produtivo e bancário: são estreitas, profundas e históricas as relações travadas entre estes setores na promoção do crescimento econômico (Gerschenkron, 1973).

Avaliar as características e os determinantes deste processo, com o objetivo de fornecer um quadro de referência para a análise posterior, é a proposta deste capítulo. Para alcançar tal meta, a organização do mesmo segue a seguinte sequência:

O primeiro item (1.1) analisa sucintamente a evolução da economia desde o movimento inicial de unificação até a reunificação de 1989 e as relações históricas que associam o sistema financeiro ao desenvolvimento econômico do país. Dada a extensão do período, opta-se pela divisão em subperíodos, ressaltando em cada um deles suas principais características.

Para o processo inicial de unificação, a ênfase é dada ao movimento no sentido da formação do Estado Nacional, frisando-se aspectos federativos. A etapa que abrange o processo de industrialização ganha destaque na análise. No período posterior à segunda guerra, a preocupação se centra no movimento de reconstrução da economia alemã. Para a década dos 80, o foco é o modo pelo qual o movimento mundial de liberalização se apresenta no cenário econômico alemão.

O segundo item (1.2) descreve a estrutura do sistema financeiro destacando a importância das instituições bancárias.

O terceiro e último item (1.3) explora a relevância do sistema financeiro para o financiamento do investimento produtivo, desde o período do imediato pós-guerra até os anos 80.

1.1 – Da Unificação à Reunificação: Aspectos Gerais

1.1.1 – O Processo de Formação do Estado Alemão e a Industrialização (1871-1919)

A alma alemã tem corredores e galerias...sua desordem tem algo de misterioso...acha profundo o incerto, aquilo que ainda está em processo de formação, que se esconde, que está crescendo. O alemão propriamente dito não existe ainda, está se tornando, está se desenvolvendo. A evolução é, portanto, o verdadeiro achado alemão no reino das fórmulas filosóficas (Friedrich Nietzsche, Além do Bem e do Mal, 1981:189).

Em uma perspectiva histórica, *“a Alemanha, enquanto Estado Nacional, surge sob o signo do autoritarismo e do militarismo prussiano devido, em grande medida, ao habitus³ alemão”* (Elias, 1977:6), fortalecido por séculos de disputas imperialistas que cada vez mais dificultam o movimento no sentido da unificação dos Estados. Esta ocorre somente através de guerras sucessivas lideradas pela Prússia.

“O Estado Prussiano induz a sociedade germânica a um processo no qual grandes parcelas das classes médias abandonam seus valores humanistas até então predominantes em seus círculos sociais e passam a adotar os valores militaristas e autoritários dos prussianos hegemônicos” (Elias, 1997:8).

A primeira tentativa no sentido da unificação – com a desintegração do sacro império Romano Germânico, surgem 39 estados soberanos e independentes – ocorre em 1806, por intermédio da Confederação do Reno (*Rheinbund*), cujo objetivo é constituir uma aliança entre os estados para promover a segurança interna e externa da associação⁴.

³ De acordo com Elias (1997) o *habitus* e/ou ‘segunda natureza’ e/ou o ‘saber social incorporado’ de uma nação ou povo têm a característica de influenciar fortemente a ação coletiva de seus membros individuais através do rumo de sua trajetória histórica.

⁴ “Os alemães ainda não haviam resolvido a questão nacional e conformavam um mosaico de pequenos estados autônomos ... dominados pelo Absolutismo e as dietas e os outros órgãos representativos, nos quais a burguesia tinha assento, detinham pouco poder efetivo” (Oliveira, 1980:153).

Essa forma de organização é substituída em 1815 pela Confederação Alemã (*Deutscher Bund*), que não chega a se transformar em Estado Nacional devido à disputa pelo poder político entre os reinos da Prússia e Áustria.

No período, a Prússia já se destaca como potência frente aos outros reinos e torna-se o principal estado alemão, conduzindo o desenvolvimento econômico de forma centralizadora e intervencionista – os interesses econômicos se ligam intrinsecamente aos interesses materiais do Estado Imperial Prussiano: “*é da natureza do Estado dinástico buscar a dominação, sendo isto o cerne de sua natureza*” (Veblen, 1985:9).

“Os séculos XVII e XVIII viram a maioria dos governos da Europa continental – destacando-se entre eles ... a Prússia – comprometer-se com programas extensos e dispendiosos de desenvolvimento industrial. Seus objetivos eram mais ou menos os mesmos: o engrandecimento político através da riqueza e do emprego” (Landes, 1994:142,143).

A posição econômica privilegiada da Prússia deve-se em grande parte às suas estruturas alfandegária e tributária unificadas que impulsionam o comércio interno e externo. Na liderança do processo de unificação econômica, advoga vantagens na extinção das barreiras alfandegárias e, em 1834, com o intuito de forjar um mercado nacional, institui a União Alfandegária Alemã (*Deutsche Zollverein*), que transfere as legislações alfandegária e tributária, até então restritas ao território prussiano, para todos os estados e estabelece uma tarifa geral para toda a federação, com o objetivo de impulsionar o desenvolvimento. Como lembra Oliveira (1980:24), “*na Alemanha, a união econômica precede a unificação política*”.

O *Zollverein* faz com que haja a necessidade de uma maior cooperação entre seus membros na construção de uma infra-estrutura de transportes compatível com o maior fluxo de comércio, o que efetivamente ocorre a partir de 1840, com a expansão da rede ferroviária, responsável por um notável dinamismo na economia. Nas palavras de Henderson (1975:53), “*O Zollverein e as estradas de ferro, juntas, colocam a Alemanha no caminho do sucesso industrial*”.

O Estado Prussiano promove o crescimento econômico através da produção de ferro, carvão e chumbo, da substituição de importações e do desenvolvimento de regiões já com projetos de caráter industrial. Dessa forma, embora o país continue a ser primordialmente agrícola, são criadas as condições para o processo de industrialização da economia.

A Prússia também toma para si a responsabilidade de iniciar o movimento de centralização e concentração de capitais a serem direcionados à indústria para competir com países como França e principalmente Inglaterra.

Por esses e outros motivos, o Estado Alemão essencialmente resume-se à Prússia, a despeito da estrutura ser formalmente federativa. Essa nação, com sua “política de potência e bem-estar”, conduz o processo de industrialização⁵ e constitui as bases para a formação de um capitalismo organizado e centralizado, que viria a concorrer com outras economias, com o objetivo explícito de manter o *status quo* frente aos outros estados alemães.

⁵ O processo de industrialização alemão e seu relativo atraso é discutido por vários autores. Lenin (1980 *apud* Fiori, 1995:60) ressalta a força dos camponeses, defendendo que o movimento no sentido da industrialização significa a transição do feudalismo para uma “exploração burguesa-junker”. Engels (1951) percebe na fragilidade da burguesia a característica central do processo de desenvolvimento alemão. A fraqueza daquela classe social e, por consequência, de seu regime político característico (o liberalismo), induz a que este não obtenha sucesso na sociedade alemã tal como na França e Inglaterra. Desta forma, a burguesia se vê obrigada a fazer alianças com a nobreza agrária, o que resulta em uma “*evolução progressiva das relações de produção, uma evolução desde cima ou pelo alto*” (Fiori, 1994:61). Barrington Moore (1967) conjuga os elementos assinalados por Lenin e Engels, quais sejam, a importância do camponado e a fragilidade da burguesia, ressaltando determinações históricas e sociológicas para explicar o que denominou de “Modernização Conservadora” na Alemanha. Para Gerschenkron (1973:10), a industrialização alemã teve no papel do Estado, dos bancos e do clima ideológico os seus principais determinantes – “*o desenvolvimento de um país atrasado pode diferir fundamentalmente, em muitos e importantes aspectos do caminho seguido pelo país avançado (...) Estas diferenças de caráter e ritmo de desenvolvimento industrial são em grande parte resultados da aplicação e instrumentos institucionais impossíveis (ou muito difíceis de encontrar) nos países industriais estabelecidos*”.

“A industrialização da Europa continental pode-se decompor analiticamente em 2 aspectos: (i) a resposta às pressões endógenas em relação a mudanças e (ii) a reação aos novos métodos desenvolvidos do outro lado da Mancha (Landes, 1994:133)

Em 1848, por meio da instauração de uma Assembléia Nacional Constituinte, tenta-se organizar a divisão de poderes entre os reinos e distinguir a União dos demais estados. Entretanto, a Prússia recusa-se a ratificar a proposta e impede a constituição do estado federal alemão, o que acirra ainda mais a disputa que tem com a Áustria e induz, em 1866, à guerra entre esses reinos. A Prússia vence e emerge como estado dominante e responsável pela unificação, agora sem a participação da Áustria e seus aliados do sul (Bavaria, Württemberg e Baden), excluídos do processo.

No ano seguinte, o Estado Prussiano organiza a Federação da Alemanha do Norte (*Norddeutscher Bund*), que surge como Estado Nacional (*Bundesstaat*). Na organização dessa federação, detém o controle do Conselho Federal (*Bundesrat*), assembléia que reúne os representantes dos reinos participantes. À época, os reinos do sul, por uma série de incentivos – em especial, a criação do Parlamento Alfandegário – acabam por se anexar à Federação e, desta forma, em 1871, finaliza-se o processo de unificação do estado alemão.

Surge assim o segundo império alemão (*kaisserreich*), concebido como Estado Federal e com hegemonia prussiana. Otto von Bismarck e o rei Guilherme I, respectivamente primeiro-ministro e rei da Prússia tornam-se também primeiro-ministro e rei da Alemanha.

No momento seguinte à unificação, a Prússia vence a França, na guerra de disputa pelas regiões de Alsácia e Lorena. À guisa de reparação, recebe da França uma quantia expressiva (cerca de 5 milhões de francos-ouro). Esses recursos

impulsionam o mercado financeiro e, a Alemanha, que até então só possui o Banco Real de Berlim como emissor, assiste ao surgimento de novas instituições bancárias⁶.

A criação desses novos bancos vem acompanhada de uma proposta bastante diferente do padrão de financiamento da época, moldado pela forma de atuação dos bancos comerciais ingleses, fontes de capital de curto prazo e sem qualquer comprometimento mais forte com o financiamento das necessidades de investimento a longo prazo⁷, objetivo central das instituições bancárias alemãs: “*Os bancos alemães combinam com sucesso a idéia básica do Crédit Mobilier⁸ com as atividades de curto prazo dos bancos comerciais ingleses. Como consequência, resultam em instituições muito mais seguras do que o Crédit Mobilier, com sua enorme carteira industrial que excedia em muito ao seu capital e dependia do desenvolvimento favorável dos acontecimentos em bolsa para ser possível a continuidade de suas atividades*” (Gerschenkron, 1973:19,20).

Mediante a idéia de conceder empréstimos de curto prazo que na prática apresentam-se como empréstimos de longo prazo, dado que era comum a prorrogação constante dos prazos, os bancos adquirem uma ascendência sobre as empresas industriais que passa da esfera do controle financeiro e alcança as decisões de direção. Bancos como *Deutsche bank*, *Discontogesellschaft*, *Dresdner bank*, *Darmstadter bank* e o *Berliner Handelsgesellschaft* estimulam a formação de sociedades por ações por meio de concessão de créditos de curto e longo prazo.

⁶ Antes da unificação, embora limitado, há um relativo desenvolvimento do sistema bancário. Bancos como *Darmstädter*, *Schaffhausen'schen Bank* e *Discontogesellschaft* não só existem como já mantêm estreitas relações com a indústria alemã (Kindleberger, 1984).

⁷ “A industrialização inglesa ocorreu sem haver utilizado substancialmente o banco com o propósito de financiar a inversão a longo prazo. O caráter gradual do processo de industrialização e uma maior acumulação de capital ... tornou desnecessário o desenvolvimento de algum tipo de instituição especial para a provisão de capital de longo prazo... As práticas de um banco continental no campo da inversão industrial devem ser consideradas como instrumentos específicos de industrialização para países atrasados” (Gerschenkron, 1973:18).

⁸ Referência ao banco francês voltado ao investimento produtivo que, em meados do século XIX, desempenha um papel fundamental no financiamento do processo de industrialização francesa.

Esses novos bancos iniciam um movimento crescente no sentido da concentração bancária, incentivados por uma crise na bolsa de valores em 1873⁹. Formam-se consórcios, desenvolvem-se sucursais provinciais e ocorre a absorção de bancos locais. Esse processo, além de afirmar o domínio dos grandes bancos sobre o sistema financeiro, apresenta-se como fundamental para dinamizar a industrialização, dado os objetivos promotores do setor¹⁰.

"Em 1907-1908 os depósitos de todas as sociedades anônimas, bancárias, da Alemanha, dispendo de um capital de mais de um milhão de marcos elevavam-se a 7 bilhões de marcos; em 1912-1913, atingiam 9,8 bilhões. Em cinco anos, portanto, aumentaram 2 bilhões e 800 milhões, ou seja, 40%. Desta soma, 2 bilhões e 750 milhões estavam repartidos entre 57 bancos, tendo cada um, um capital de mais de 10 milhões de marcos" (Lenin, 1987:30)

Simultaneamente ao movimento de concentração, os grandes bancos aproveitam-se da crise e compram as ações das indústrias a preços baixos, adquirindo participações no setor industrial (em especial, nos segmentos de metalurgia e mineração); desta forma, fortalece-se a estreita relação que une bancos e indústrias e que determina sobremaneira o padrão de desenvolvimento alemão.

Por outro lado o próprio setor industrial, para enfrentar a concorrência inglesa e na busca de garantir suas margens de lucros em uma conjuntura de queda nos preços, busca melhorias, tanto na fabricação como na elevação da produtividade, e incentiva o processo de concentração e centralização de capitais no setor fabril.

A concentração industrial impõe-se também nos setores elétrico, químico e siderúrgico. No esteio do movimento as fusões e aquisições provocam a aparição dos

⁹ Remonta a esse ano a promulgação da Lei Monetária que busca eliminar a fragmentação da moeda alemã (até então representada pelo *marco*, *thaler*, *louis d'or* e *gulden*) e institui o marco (padrão ouro) como moeda única. Em 1875, é criado o *Reichsbank*, o banco central nacional, em substituição ao Banco da Prússia (antigo Banco de Berlim).

¹⁰ Bancos como *Deutsche bank*, *Discontogesellschaft*, *Dresdner bank*, *Darmstadter bank* e o *Berliner Handelsgesellschaft* nessa fase são detentores da metade do capital bancário total e controlam cerca de 80% da atividade bancária em toda a Alemanha (Smith, 1994).

konzernes, grupos poderosos, com volumes expressivos de capital e que têm o apoio dos bancos, interessados na situação financeira das empresas.

A formação dessas sociedades gigantescas – e os vultosos recursos requeridos – aumenta a dependência da indústria em relação aos bancos, dada a capacidade dos mesmos em reunir os capitais necessários para fundação e extensão dos *konzernes*. Desta forma, são os grandes bancos alemães de crédito (*kreditbanken*) os instrumentos para provisão de fundos e de suporte logístico para os cartéis industriais. Em contrapartida, os bancos passam a deter o direito de controle sobre a gestão dos negócios através da participação nos conselhos de administração¹¹.

Os movimentos de concentração industrial e bancária se reforçam mutuamente e promovem o processo de cartelização¹² que desde então passa a assumir um papel de destaque na economia alemã.

A concentração bancária explica em grande parte o movimento de cartelização da indústria. As uniões que ocorrem no cenário bancário possibilitam aos bancos manter o controle sobre as empresas. Suas posições nos conselhos das empresas capacitam-nos a avaliar com rapidez as oportunidades vantajosas de cartelização e fusão dos conglomerados industriais. Ao final do século XIX os interesses e financiamentos dos bancos se concentram nos ramos da indústria em que as oportunidades de cartelização são abundantes (Gerschenkron, 1973:24).

“O sistema bancário concentrado é ... um motor importante para a consecução do grau superior da concentração capitalista nos cartéis e trustes” (Hilferding, 1963:211).

¹¹ Em 1914, os principais bancos de Berlim estão representados por seus presidentes em 350 sociedades industriais e pelos membros de seus comitês diretivos em 400 grandes sociedades (Smith, 1994).

¹² Os arranjos de cartéis na sociedade alemã são vistos à época como benéficos para escapar de sobreinvestimentos e competição danosa, promovendo assim a eficiência industrial. Segundo Braga (2000), os cartéis são de 4 tipos: i) divisão de mercado; ii) acordos de preços; iii) fixação de volumes de produção e; iv) divisão de lucro.

Data deste período a permissão que os bancos possuem de prover serviços de subscrição para as indústrias alemãs. Ademais, de uma forma geral, as instituições bancárias possuem a custódia oficial das ações de grande parte das companhias por meio de procurações e são elas que comumente organizam diretamente a colocação destas ações no mercado. O fato de possuir a procuração dos direitos das ações lhes possibilita assumir ambos os papéis: organizadores financeiros e garantidores das combinações industriais.

A Alemanha, que até meados do século XIX não havia implementado todos os componentes de um completo sistema financeiro – enquanto os Estados Unidos iniciam sua revolução financeira em 1790, na Alemanha, unificada em 1871, o Banco da Prússia (futuro *Reichsbank*), só é fundado em 1846 – começa a assistir um processo de franco desenvolvimento do mesmo, em função tanto das necessidades de capital das grandes empresas (como as estradas de ferro) e dos *konzernes*, como da percepção da existência de um representativo *gap* de desenvolvimento em relação a Grã-Bretanha. Esses elementos fornecem razões para mudanças significativas no sentido de diminuir esse hiato. Em outras palavras, somente no último quartel do século XIX se criam os elementos para um efetivo e completo sistema financeiro, capaz de mobilizar grandes volumes de capitais, bem como realizar investimentos em outros países.

O papel do Estado nesse processo mostra-se crucial. As ações legislativas, ao invés de limitarem a ocorrência dos trustes corporativos, validam os arranjos governamentais que promovem estas combinações industriais. Portanto, o desenvolvimento notável da indústria está intrinsecamente associado ao modo como são promovidas não somente políticas claramente protecionistas e com vistas ao desenvolvimento de sua base industrial¹³, como ao fato de o Estado organizar as

¹³ A intervenção estatal (ferrovias, serviços postais e telegráficos) e a “política de potência e bem-estar” à época de Otto von Bismarck assumem importância central, inclusive para resguardar a sociedade alemã das propostas socialistas e criar uma nação forte econômica e militarmente (Smith, 1994).

condições de financiamento, induzindo e fortalecendo as já estreitas relações entre os sistemas industriais e financeiros (Landes, 1994).

Para fazer frente aos projetos de investimento, ampliam-se os raios de manobra monetário e creditício e se induz a uma maior liquidez. A despeito da vinculação oficial ao padrão-ouro e de suas limitações à expansão, a oferta monetária e o crédito não estão rigorosamente sujeitos aos automatismos associados por aquele padrão e pela necessidade prévia de reservas para a expansão monetário-creditícia (Braga, 1999).

Em suma, desde a unificação até a eclosão da primeira grande guerra consolida-se o poder industrial germânico¹⁴ – com base na indústria pesada e com forte integração vertical e horizontal, dada a articulação com o setor financeiro – impulsionado, dentre outros fatores, por políticas protecionistas, intervenção estatal, importantes ligações entre bancos e indústrias, movimentos no sentido da concentração, tanto bancária quanto industrial, incentivo à educação (em especial, à educação técnica que conjuga formação teórica e formação prática)¹⁵ e, principalmente, forte incentivo às inovações tecnológicas. De acordo com Landes (1994), o sistema alemão havia institucionalizado a inovação, sendo a mudança, uma característica intrínseca ao sistema.

Em 1918, com o término da primeira grande guerra, a forma de organização do poder – imperial-militarista e conservadora – com clara liderança prussiana chega ao fim. O Estado alemão está totalmente arrasado e, por pressões das nações vencedoras, o país transforma-se em república parlamentarista e se institui uma nova estrutura constitucional: a República de Weimar.

¹⁴ A indústria alemã começa a fazer frente às manufaturas britânicas no mundo. Em 1872, 44% das exportações daquele país eram manufaturados. Em 1900, esse percentual já atinge 65% (Landes, 1994).

¹⁵ Para Landes (1994), o sistema educacional alemão fora instituído como preparação para o processo de industrialização.

1.1.2 – Do Interregno “Democrático” da República de Weimar ao Totalitarismo (1919-1933)

A essa nova organização coloca-se uma série de problemas, dentre os quais: (i) o saneamento das contas públicas; (ii) a democratização política do país; (iii) o controle de revoltas que assolam a nação; (iv) movimentos separatistas nas regiões ao longo do Reno e nos estados do sul e (v) as reparações de guerra .

Frente a essa conjuntura, a questão principal passa a ser a necessidade de manter a unidade política. Com esse fim, a nova Constituição Alemã, estabelecida em 1919, tem como princípio central uma concentração ainda maior de poder para a União em detrimento dos estados-membros. Através da Constituição de Weimar, a Alemanha passa a ser um Estado unitário descentralizado e os estados-membros transformam-se em estados (*Länder*), dos quais uma série de competências é retirada em favor do poder central, com destaque para a criação de um sistema administrativo tributário e financeiro de responsabilidade exclusiva do estado federal.

A tentativa de concentrar os recursos na esfera central não impede a enorme deterioração das contas públicas – contribui para tanto a busca do governo pelo apoio popular por meio de práticas como subsídio aos agricultores, seguro-desemprego e aumentos salariais ao setor público e, principalmente, as reparações de guerra ¹⁶ – e a união busca o financiamento via emissão através do Banco Central (*Reichsbank*), o que fortalece o movimento no sentido da elevação dos preços.

O início do processo inflacionário remonta às necessidades de financiamento da Primeira Guerra. O Estado alemão financia-se, principalmente, por meio do

¹⁶ Segundo cálculos de Keynes, a capacidade máxima de pagamento pelos alemães seria de 1500 milhões de Libras esterlinas (ou 30 bilhões de *gold marks*), considerando que 500 milhões de Libras já haviam sido pagas através de navios e propriedades. O acordo efetivamente fechado, em abril de 1921, distava em muito das magnitudes calculadas por Keynes: a Alemanha devia reparações num total de 132 bilhões de *gold marks* (Braga, 2000:204).

endividamento junto ao Banco Central, que faz os descontos dos títulos do Tesouro e utiliza-os como lastro para emissão monetária, aumentando enormemente o dinheiro em circulação e criando as condições necessárias para o crescimento dos preços. Simultaneamente ocorrem grandes desvalorizações da moeda alemã e volumosos déficits no balanço de pagamentos¹⁷.

Ao final de 1923, com o intuito de conter o processo hiperinflacionário, realiza-se uma reforma monetária e o novo banco central criado tem como objetivo principal restaurar a confiança na moeda nacional. O marco torna-se resgatável no novo *rentmark*, quando a moeda cai a uma proporção infinitesimal de seu valor. Finaliza-se, desta forma, o processo de desagregação do sistema monetário¹⁸.

Inauguram-se, então, os *Golden Twenties* (1924-1929), um breve período de recuperação econômica e um expressivo dinamismo da economia com base na já tradicional relação entre bancos e indústrias e também via financiamento externo. Entretanto, com a crise de 1929, a economia alemã retorna a uma dinâmica recessiva e com baixo nível de emprego (entre 1929 e 1932 a taxa de desocupação atinge 40% da população trabalhadora), principalmente quando cessam as fontes externas de recursos (Braga, 2000:206).

Essa desaceleração, caracterizada por uma série de distúrbios internos e externos – como a pressão por elevações de salários reais e deterioração da competitividade industrial – é intensificada pela relutância em desvalorizar a moeda, dado o receio do retorno à inflação. Associada a isso está uma forte demanda por

¹⁷ O processo assume imensas proporções: Em junho de 1923, um dólar vale o equivalente à 100.000 *rentenmarks* (RM) e em novembro do mesmo ano a paridade é US\$ 1: RM 4,2 trilhões ($4,2 \times 10^6$ a 12). Neste mesmo mês, a dívida nacional atinge 191,6 ($191,6 \times 10^6$ a 18) quintilhões de marcos. (Smith, 1994:4).

¹⁸ A restauração do sistema monetário consiste na introdução de uma nova moeda (o *rentmark*), limites de emissão predeterminado, estabilização da taxa de câmbio (formalmente e por intermédio de intervenções diárias no mercado do dólar) e reequilíbrio das finanças públicas (cortes nas despesas, reforma tributária que substitui impostos indiretos específicos por impostos diretos e indiretos *ad valorem* e por uma intensa desvalorização da dívida pública provocada pela hiperinflação) (Dall'acqua, 1990).

financiamentos por parte das indústrias e dos governos locais e federais, o que causa uma contínua tensão no mercado monetário nos anos em questão.

No setor bancário a crise se faz sentir por intermédio das perdas de fundos domésticos e estrangeiros¹⁹, causadas por meio de contágio, devido ao colapso do *Creditanstalt* e à corrida sobre o *Danat Bank*²⁰. No período, há um representativo envolvimento de alguns bancos com empresas que se aproveitam da situação e intensificam suas atividades especulativas.

Em resposta à crise o governo alemão cria o *Akzept und Garantiebank* com o propósito de garantir os aceites bancários para que estes fossem descontados junto ao *Reichsbank*. Em consequência desta e de outras operações do resgate, o governo toma posse de 91% do *Dresdner*, 70% do *Commerzbank* e 35% do *DeutscheBank* (Kregel, 1992:237).

À instabilidade econômica junta-se a instabilidade social e política, presentes desde a fundação da República de Weimar, dentre outros aspectos, em função da derrota na primeira guerra mundial e das concessões aceitas no Tratado de Versalhes²¹. O ambiente torna-se propício ao surgimento de forças contrárias ao governo democrático de Weimar, em especial, segmentos autoritários e nacionalistas da sociedade que acabam por subir ao poder em 1933.

¹⁹ Segundo Kregel (1992:236), “as crises bancárias alemãs que se seguem ao crash de 1929 foram o resultado não somente da hiperinflação do período entre guerras, mas também da confiança exagerada em empréstimos estrangeiros para financiar reparações de guerra”.

²⁰ O *Danat Bank* (*Darmstädter und Nationalbank*), fundado em 1853 com o propósito de promover o comércio e a indústria (*Bank für Handel und Industrie*), é constituído como um protótipo de novo modelo de bancos alemães (ou *Kreditbanken*) que evoluem para o formato de bancos universais. De acordo com Kindleberger (1984:372), o *Danat Bank* perde 97 milhões de marcos em função das relações que mantinha com a empresa Nordwolle que vai à falência e leva consigo o próprio banco. Também bancos como *Dresdner Bank*, *Deutsche Bank* e *Commerz und Privatbank* são afetados.

²¹ Esta estrutura de poder, desde sua fundação, demonstra fragilidades: entre 1919 e 1923, se sucedem no poder 10 gabinetes, e a despeito de suas bases democráticas, tanto a burocracia estatal e legal como as instituições militares e educacionais se mostram aliadas ao perfil conservador nacional-militarista (Braga, 2000).

1.1.3 – Da Economia do Nazismo à Formação da República Federal da Alemanha (1933–1945)

A nomeação de Adolf Hitler como primeiro-ministro e a expressiva votação recebida pelo Partido Trabalhista do Nacional-Socialismo Alemão (NSDAP) marcam a destruição da democracia e do federalismo alemão e anunciam a instauração de um regime totalitário, sob o qual o princípio básico é a formação de um estado-líder centralizado (*Führerstaat*), aliado ao monopartidarismo e à subordinação irrestrita das demais esferas de governo ao poder central.

O grande apoio recebido por essa nova organização de poder concentra-se nas classes populares (trabalhadores rurais e produtores agrícolas) e médias. Esta base conservadora possui um ideário anti-capitalista do qual se vale a propaganda nazista. A pequena burguesia nas cidades serve para o combate ao grande capital e ao poderio econômico externo. O temor em relação ao comunismo acaba por angariar também uma parte da elite econômica e política. A conjunção desses elementos cria as condições sociais para a formação do terceiro império alemão (*III Reich*).

O autoritarismo do governo nacional-socialista, desde o início, torna-se evidente: (i) intervenção junto as *länder* cujos governadores não são ligados ao NSDAP (Baviera, Saxônia, Württemberg, Hessen, Hamburgo, Bremen e Luebeck), com a destituição dos mesmos e posse de interventores da União, denominados comissários nacionais (*Reichskommissares*); (ii) criação da lei de plenos poderes (*Ermächtigungsgesetz*), que retira uma parcela da autonomia política e financeira dos estados e possibilita a promulgação de legislação específica para esse fim, como por exemplo, as leis de coordenação dos estados (*Gleichschaltungsgesetz der Länder*) que dissolvem os parlamentos estaduais que não tenham maioria nacional-socialista, obrigando-os a reproduzir no âmbito estadual a mesma composição do Parlamento Imperial. Ademais, transformam os interventores (comissários nacionais) em governadores de Estado que

passam a somente executar as determinações do primeiro-ministro; por fim, a lei de reconstrução do império (*Gesetz ueber den Neuaufbau des Reiches*), que transforma oficialmente a Alemanha em um Estado unitário centralizado: o poder central assume formalmente todas as competências, os parlamentos estaduais são dissolvidos e extingue-se o Conselho Imperial (*Reichsrat*). Com isso, eliminam-se os elementos que caracterizam o estado alemão como uma federação e se consolida um estado unitário totalitário (Moraes, 2000).

No campo econômico os nazistas buscam dinamizar a economia por intermédio das indústrias de bens de produção e bélica²². Com o intuito de não retomar um ambiente inflacionário, controlam-se preços e salários. Também há rigorosos controles sobre os produtos importados. Frente a esse quadro, cai enormemente o nível de desemprego – em 1933 há cerca de 6 milhões de desempregados e em 1939 a economia já se encontra em situação de pleno emprego – e dessa maneira o governo nazista legitima-se frente à sociedade alemã (Braga, 2000).

No que tange estritamente ao aspecto financeiro, o governo nazista “herda” a necessidade de avaliação sobre as causas da crise bancária do período anterior: em 1933 ocorre uma investigação sobre o sistema bancário por parte do governo com o propósito de avaliar a estrutura vigente e conclui-se que não há nenhum defeito estrutural no sistema de operação bancária e que seu formato organizacional seria melhor se deixado por conta da iniciativa privada, sujeito somente à supervisão geral por parte do governo. Assim, em 1934 implementam-se as leis de operação bancária alemãs (*Kreditwesengesetz*), que dentre outras determinações, criam uma única agência prudencial supervisória, a *Bundesaufsichtsamt für den kreditwesen* (BAKred)²³.

²² A despeito das cláusulas do Tratado de Versalhes, produz-se tanques e aviões militares (42% da produção aeronáutica), bem como há grande incremento na força de trabalho para esses fins (Berghahn, 1990 *apud* Braga, 2000).

²³ Em 1936 os grandes bancos universais de Berlim emergem da crise dos anos 30 sem qualquer intervenção direta do governo ou de quaisquer mudanças estruturais maiores (Kregel, 1992).

As metas imperialistas de Hitler conduzem a Alemanha à Segunda Grande Guerra; com a vitória dos Aliados constitui-se a República Federal da Alemanha.

1.1.4 - A República Federal da Alemanha (1945 – 1952)

Na consolidação da república alemã permanece a questão do que fazer acerca da estrutura existente: centralização ou descentralização. Os Estados Unidos dividem-se entre manter a unidade do território alemão e descentralizar; já a Grã-Bretanha mostra-se contrária ao desmembramento.

A resposta vem em fevereiro de 1945, na Conferência de Ialta, onde o presidente dos Estados Unidos, Franklin Roosevelt, o primeiro-ministro britânico, Winston Churchill, e o chefe de governo soviético, Josef Stalin, decidem-se por um meio-termo. Sob o conceito de "descentralização federativa" (*federative Descentralisierung*), opta-se pela divisão da Alemanha em duas partes: o lado oriental, sob controle temporário da União Soviética, e o lado ocidental, de responsabilidade dos Estados Unidos e Inglaterra. Em um momento posterior, a França torna-se responsável pela região sudoeste do território ocidental alemão. Entre julho e agosto do mesmo ano, na Conferência de Potsdam, ratifica-se a decisão acerca da descentralização.

A realização conjunta do processo de descentralização torna-se conturbada: (i) a França sente-se excluída dos processos decisórios e passa a defender uma confederação de Estados alemães, com expressiva soberania dos estados-membros; (ii) explicitam-se as divergências entre as posições dos Estados Unidos e Grã-Bretanha quanto à organização política a ser adotada. Respectivamente defendem uma ordem federativa similar à sua própria e um sistema administrativo idêntico ao da República de Weimar; (iii) a União Soviética intenciona adotar um sistema administrativo centralizado, embora defendesse a descentralização.

Na Conferência de Moscou (1947), já se demostram fortes diferenças entre os modos de ocupação nos lados ocidental e oriental e esse conflito Leste-Oeste acaba por inviabilizar a unidade da Alemanha.

No ano seguinte França, Inglaterra e Estados Unidos assinam um compromisso de instituir um estado nacional na zona ocidental alemã sobre bases democráticas e federativas. Firmam-se relações entre esses países e os governadores dos estados (*länder*), que haviam formado um Conselho dos Estados (*Laenderrat*) e se organiza uma Assembléia Nacional Constituinte com o objetivo de nortear o processo de constituição de um Estado nacional, cuja execução fica a cargo dos governadores dos estados²⁴.

Institui-se, assim, em 1948, o Conselho Parlamentar (*Parlamentarischer Rat*) com o objetivo de esboçar uma Lei Fundamental (*Grundgesetz*) para unificar a administração da zona ocidental e reconstruir o Estado alemão sobre princípios federativos, o que é defendido não somente pelos aliados como também pela própria sociedade alemã, cuja crença é de que uma organização dessa natureza diminui a probabilidade de que experiências totalitárias ocorram e garante a reorganização da sociedade alemã sobre bases mais solidárias (Moraes, 2000). Organiza-se a nova estrutura e o Estado Nacional da Alemanha Ocidental passa a ser a República Federal da Alemanha (RFA), um Estado cujo plano federal ocupa um papel decisivo enquanto instância de poder e sob o qual se consolida uma crescente interdependência entre os governos subnacionais e a união.

Em 1949 realizam-se as primeiras eleições para o Parlamento Federal (*Bundestag*) e Konrad Adenauer, da coalizão majoritária composta pela União Democrata Cristã da Alemanha (CDU), União Social Cristã (CSU) e pelo Partido Liberal Democrata (FDP), é escolhido primeiro-ministro. Simultaneamente, o antigo Conselho

²⁴ A nova Constituição não somente deve se aprovada pelas três nações aliadas, como necessita de referendo popular.

de Estados (*Laenderrat*) transforma-se em Conselho Federal (*Bundesrat*), ao passo que o Tribunal de Justiça Constitucional (*Bundesverfassungsgericht*) e o Banco Central, instaurados em 1948, quando da união das zonas de ocupação norte-americana e britânica, tornam-se órgãos constitucionais com total autonomia. Criam-se assim as condições necessárias para o início da trajetória da República Federal da Alemanha.

Nessa nova estrutura as orientações fundamentais dependem em boa medida dos aliados²⁵. Não há espaço para uma política alemã independente e Konrad Adenauer promove a integração da Alemanha ao Ocidente com o intuito de amortecer as tensões junto aos aliados no que se refere à paz e, principalmente, como uma busca de igualdade de direitos e de soberania da República Federal da Alemanha, dada a crença de que o vínculo com o ocidente seria capaz de induzir mais rapidamente o processo de reunificação alemã.

No aspecto econômico, a política de ocupação dos aliados direciona-se para a desconcentração da economia alemã: as indústrias são divididas, principalmente as mais poderosas, como siderurgia, química e carvão. Nas palavras de Scholper (1967): *“Segundo o Acordo de Potsdam, o quanto antes a economia alemã deve ser desconcentrada com o propósito de eliminar a excessiva concentração de poder econômico exemplificado, em particular, por cartéis, sindicatos e outros arranjos monopolísticos”*.

Essa prática estende-se às instituições bancárias com o intuito de minar as principais fontes de crédito, dado o enorme poder de criação por parte dos grandes bancos. O desmembramento do setor se faz seguindo o modelo do sistema bancário americano: as instituições passam a ter suas atividades confinadas a limites geográficos.

²⁵ Na época verifica-se uma “opção” por parte da sociedade alemã pelo aliados ocidentais. Esta “escolha” se expressa através da Constituição e seus ideais de liberdade e democracia. Não obstante, a desconfiança dos aliados ocidentais não diminui, dado o receio de que a Alemanha não honre a aliança estabelecida. A recíproca também é verdadeira (Zimmer, 2000).

Em 1948 ocorre a fundação do *Bank Deutscher Länder* (BDL), o banco central dos bancos regionais, responsável pela emissão de uma nova moeda – o marco (*deutschemmark*) em substituição ao *reichsmark* – e pelas decisões sobre política monetária, creditícia e cambial.

Com o propósito de restabelecer o sistema monetário e promover a atividade econômica, em 1948 implementa-se um plano de estabilização econômica – Plano Dodge – que estabelece: (i) deflação de 90% dos meios de pagamento e do estoque da dívida pública; (ii) conversão à nova moeda: 1 *deutschemmark* equivale a 10 *reichsmarks*; (iii) a esterilização de grande parte da velha moeda; (iv) a paridade cambial do DM em relação ao dólar deve se manter por volta de $\frac{1}{4}$ do valor da moeda americana (DM 1 : US\$ 0.25); (v) equalização dos impostos sobre os ativos financeiros e reais como forma de compensar a perda patrimonial dos agentes em função da reforma monetária e (vi) a abolição do congelamento de preços e salários.

Esta reforma, aliada a uma série de fatores, como o fato de a Alemanha manter a posse de seu ouro e reservas internacionais (o que não ocorrera ao final da primeira grande guerra) e ficar livre das reparações de guerra e o empenho americano em organizar o sistema capitalista no lado ocidental, promovem a retomada do crescimento.

1.1.5 – A Dinâmica Econômica do Pós Segunda Guerra: Crescimento e Espectro de Inflação (1952-1966)

A ação conjunta dos aliados e dos liberais-conservadores alemães possibilita o estabelecimento de um novo ordenamento econômico (*wirtschaftsordnung*), responsável por nortear as reformas econômico-financeiras e institucionais no imediato pós-guerra.

Estabelecem-se então as bases para a fundação da chamada Economia Social de Mercado, uma estrutura que busca afastar-se de padrões extremos: nem o liberalismo anglo-saxão nem o intervencionismo socialista. Ao Estado cabem as funções regulatórias: salvaguardar a moeda e manter a concorrência no processo econômico.

A Economia Social de Mercado determina um aparato institucional ao liberalismo alemão cujo princípio fundamental é a estabilidade econômico-financeira. Com vistas a isso, busca-se a criação de uma instituição capaz de assegurar esta condição por intermédio da gestão da moeda; para tanto, deve ser política e financeiramente independente. Surge assim, em 1957, o *Deutsche Bundesbank*, sucessor do BDL.

Ao final de um período de reformas e adaptações, a economia alemã ingressa em uma fase de estabilidade e crescimento econômico –de 1952 a 1959– cujos determinantes principais são: ajuda externa (Plano Marshall), superávits da balança comercial, quedas nos custos de produção (afluxo de treze milhões de refugiados deprime o valor do salário nominal) e, inicialmente, política monetária expansionista (em 1954 a taxa de redesconto cai para 3%, nível de 50 anos atrás, com vistas a estimular a produção)²⁶.

Em função dos volumosos excedentes da balança comercial surge turbulências que pressionam a economia no sentido de uma valorização da moeda²⁷. Para resolver o problema elevam-se as taxas de redesconto (para desaquecer a economia, proteger o valor interno do marco e desencorajar a entrada de capital de curto prazo) e de juros.

²⁶ Esta política monetária muda de sentido já em 1955 e a taxa de redesconto sofre aumentos expressivos, o que permite ao banco central (ainda BDL) demonstrar sua reputação de independência em relação ao governo (Moine, 1965:18).

²⁷ “Em um ambiente de grande mobilidade de capitais, torna-se necessária a flexibilidade do câmbio para a manutenção de uma política monetária autônoma e eficaz; ... Segundo o acordo de Bretton-Woods, o regime vigente é de câmbio fixo. Entretanto, os Estados Nacionais podem proceder a revalorizações ou desvalorizações cambiais em caso de desequilíbrios fundamentais” (Miranda, s.d.).

Também há uma valorização do marco, embora insuficiente para conter a pressão acima mencionada.

Todavia essas medidas não surtem os efeitos esperados. Embora se verifique uma queda nos capitais de caráter especulativo, os capitais de longo prazo não respondem: um encarecimento de menos de 5% dos produtos alemães não se mostra suficiente para minar a pressão de demanda e em 1961 registra-se um megasuperávit de DM 6,6 bilhões. Frente a isso e para amortecer as pressões inflacionárias, o *Bundesbank* passa a fazer política monetária ainda mais restritiva com o objetivo de diminuir a liquidez e restringir o financiamento dos gastos governamentais²⁸.

Em resposta, cai o nível do produto entre 1961 e 1963 sem que no entanto haja grande retrocesso da pressão dos preços. Nos anos seguintes, o *Bundesbank* lança mão dos instrumentos clássicos de restrição monetária: elevação do redesconto e aumento das reservas compulsórias, o que leva a uma maior desaceleração da atividade econômica.

Quanto ao comportamento do sistema financeiro, nesse período ocorre a reversão do movimento de desconcentração bancária imposta pelos aliados. A liberalização de filiais introduzidas pelas leis dos grandes bancos de 1952 e de 1956, e finalmente a eliminação de qualquer controle acerca da localização dos bancos em 1958 permite aos 3 bancos grandes (*Deutsche, Dresdner e Commerz*) reagrupar suas unidades regionais em instituições nacionais.

Ademais, segundo Kregel (1992), em termos práticos a reforma de 1948 da moeda corrente teve o efeito de “limpar” os balanços financeiros nos setores públicos e

²⁸ Além de fixar legalmente o montante de empréstimos de curto prazo que o Estado pode tomar, impede que os impostos arrecadados sejam usados diretamente pelo governo: o banco central empresta esses recursos ao sistema bancário para o financiamento da indústria e da exportação (Miranda, s.d.).

privados²⁹. A maioria das firmas mostra-se capaz de subestimar ou “eliminar” suas obrigações e formar “reservas” sobrestimando os ativos (através de grandes depreciações contra os ganhos taxáveis) quando redigem novos balanços em DM.

Desta forma, novos investimentos são financiados, principalmente via lucros retidos e financiamento bancário, em detrimento do financiamento direto. Assim, até a metade dos anos 50, não se apresenta basicamente qualquer atividade em mercados de capitais, seja pela falta de emissões pelos governos ou por firmas, seja pela falta de demanda das famílias. Embora os bancos possuam a habilidade de agir como bancos de investimento, poucos negócios são feitos nesta área. Por esses motivos, pode-se afirmar que a reconstrução da economia foi intermediada pelo sistema bancário.

As tabelas abaixo demonstram o comportamento das famílias e das firmas quanto a composição de ativos e passivos. A proporção dos depósitos bancários em poder das famílias desde o pós-guerra até a reunificação alemã representa a grande maioria dos bens monetários daqueles agentes (tabela 1). Para as firmas é possível verificar que há um decréscimo da taxa de autofinanciamento a partir dos anos 50, basicamente compensado pelo aumento dos empréstimos via bancos domésticos (tabela 2).

²⁹ Em consequência, até 1974 o governo alemão coloca-se como credor líquido do setor privado, enquanto as famílias reconstroem lentamente suas posições de riqueza, por meio de pequenos depósitos de poupança. Segundo Kregel (1992), isto ajuda a explicar porque as operações de mercado aberto nunca tiveram uma importância representativa na formulação da política monetária.

Tabela 1 - Proporção dos ativos financeiros em posse das famílias

	Depósitos Bancários	Seguros	<i>Bonds</i>	Ações
1950	50.00	16.82	1.36	25.00
1960	61.56	17.70	4.94	7.89
1970	59.07	16.69	10.24	4.99
1980	52.99	17.03	13.21	2.13
1989	45.59	21.84	16.77	2.86

Fonte: Kregel (1992:241).

Tabela 2 – Taxa de autofinanciamento e Composição dos Ativos e Passivos das Empresas (em %)

	Autofinanciamento	Depósitos (efetuado pelas empresas)		Empréstimos (tomados pelas empresas)	
		Domésticos	Externos	Domésticos	Externos
1950	71.14	61.88	17.33	48.37	11.16
1960	63.86	50.45	21.68	57.74	7.64
1970	65.79	49.34	25.28	59.74	11.13
1980	67.37	48.71	28.36	60.46	10.18
1989	64.50	40.26	35.85	60.11	9.62

Fonte: Kregel (1992:241).

1.1.6 – Das políticas cíclicas aos ajustes dos anos 80 (1967 – 1989)

Dada a conjuntura de queda acentuada da produção desde meados dos anos 60, muda-se o formato de política econômica: em 1967, a “lei de estímulo ao crescimento e à estabilidade”, privilegia a política fiscal como caminho para o crescimento. Também tenta-se subordinar a política monetária do banco central às diretrizes dos ministérios de Finanças e Economia, sem no entanto interferir na função central do *Bundesbank*: guardião do valor da moeda.

Nos anos seguintes, contudo, há o retorno ao predomínio da política monetária restritiva, em função da expansão do produto (9,3% em 1968 e 12,9% em 1969) que estimula aumentos salariais. Esse quadro leva a intervenções freqüentes do *Bundesbank* na economia, intervenções estas que se intensificam no início da década de 70.

O ambiente econômico, a partir de 1971, associa pressões inflacionárias, diminuições de rentabilidade das empresas, generalização das taxas de câmbio flutuantes (que potencializam valorizações do marco em contrapartida à perda do valor do dólar) e elevações do preço do petróleo. Diante de tal conjuntura, legitima-se o papel hegemônico do *Bundesbank* na regulação da economia, agora com o controle da quantidade de moeda como alvo de política monetária³⁰.

Em 1973 já se apresenta uma desaceleração do crescimento que se propaga no ano seguinte e se aprofunda em 1975 – os choques do petróleo agravam sobremaneira a situação –, configurando um quadro econômico preocupante: recessão, déficit público crescente e pressões dos preços.

O contexto de crescimento medíocre, reforçado por políticas contracionistas, induz a que em fins de 1975 ocorram mudanças no sentido de fazer política monetária mais frouxa, que entretanto não perduram por longo tempo, retomando-se uma trajetória restritiva já no ano seguinte, em função tanto de pressões inflacionárias como da especulação monetária no interior da serpente européia. Desta forma, o período entre 1975 e 1979 é caracterizado por formulações de políticas do tipo *stop-and-go*.

³⁰ O que norteia essa política é uma concepção friedmaniana, sob a qual o Estado, para minimizar a incerteza econômica, deve fixar a taxa de crescimento da massa monetária a médio e longo prazo (Miranda, s.d.).

Em 1979, dado um quadro de incremento de operações especulativas, intensificação da inflação e aumento no preço do petróleo, a política monetária passa a ter como objetivo principal a defesa da paridade do marco. Os instrumentos utilizados são a diminuição do crescimento da quantidade de moeda (cai de 11,4% em 1978 para 3,6% em 1981) e a elevação da taxa de juros, tanto por motivos internos como em resposta à alta da taxa de juros americana.

Em 1982 ocorrem mudanças no quadro político: uma coalização conservadora assume o poder e recoloca em voga o ideário liberal na condução da política econômica. O diagnóstico é que os problemas da economia alemã se associam à expansão do setor público nos anos 70, que teria deslocado e inibido o desenvolvimento do setor privado. A solução dessas questões estaria em reduzir a necessidade de financiamento dos gastos públicos, bem como um corte em sua dimensão de modo a liberar recursos para a iniciativa privada.

O liberalismo de Helmut Kohl advoga vantagens na limitação do papel do setor público na economia. Ao governo cabe melhorar a qualidade de intervenção de modo a tão somente promover a competição e o desenvolvimento, combater severamente as altas de preços e fazer os ajustes fiscais e externos necessários. Entretanto, por uma série de fatores – aspectos constitucionais e pressões políticas – o movimento no sentido de reduzir a presença do Estado Alemão na economia fica limitado e o processo de privatizações não atinge uma dimensão expressiva³¹.

Alterações profundas no cenário político acompanham estas modificações econômicas: em 1989, o Estado alemão defronta-se com o movimento de unificação. O fim da divisão entre Alemanha oriental e ocidental põe fim a um extenso período de

³¹ Dentre outros aspectos, porque ao contrário do que ocorre no cenário internacional, no qual as privatizações tornam-se um dos eixos principais da prática liberal que se dissemina no período, dinamizando o mercado acionário das principais economias mundiais (Plihon, 1998), a privatização na República Federal da Alemanha, não está associado diretamente a este movimento, apresentando-se como um processo contínuo, a passos pequenos, desde os anos 50 (ver Welfens, 2000).

divisão do mundo em Leste e Oeste, em regimes comunistas e democracias liberais e no ordenamento mundial estabelecido na Conferência de Ialta.

As alterações político-econômicas ocorridas na Alemanha são reforçadas pelo processo de unificação européia, que redesenha uma nova arquitetura dos sistemas econômicos mundiais, mormente dos sistemas financeiros, intensificando, desta forma, as mudanças promovidas pelo movimento de liberalização no seio da economia alemã.

1.2 – A estrutura do sistema financeiro alemão

Um sistema financeiro com alto grau de sofisticação, entendido enquanto conjunto de mercados financeiros, definidos em função das classes de ativos transacionados, instituições financeiras participantes, usuários finais, regulamentos, convenções e supervisões, dentre outros aspectos, tem um desenvolvimento considerável, no caso alemão, somente a partir de meados do século XX e sempre com o mesmo objetivo que norteia suas atividades desde sua formação: a promoção do desenvolvimento econômico.

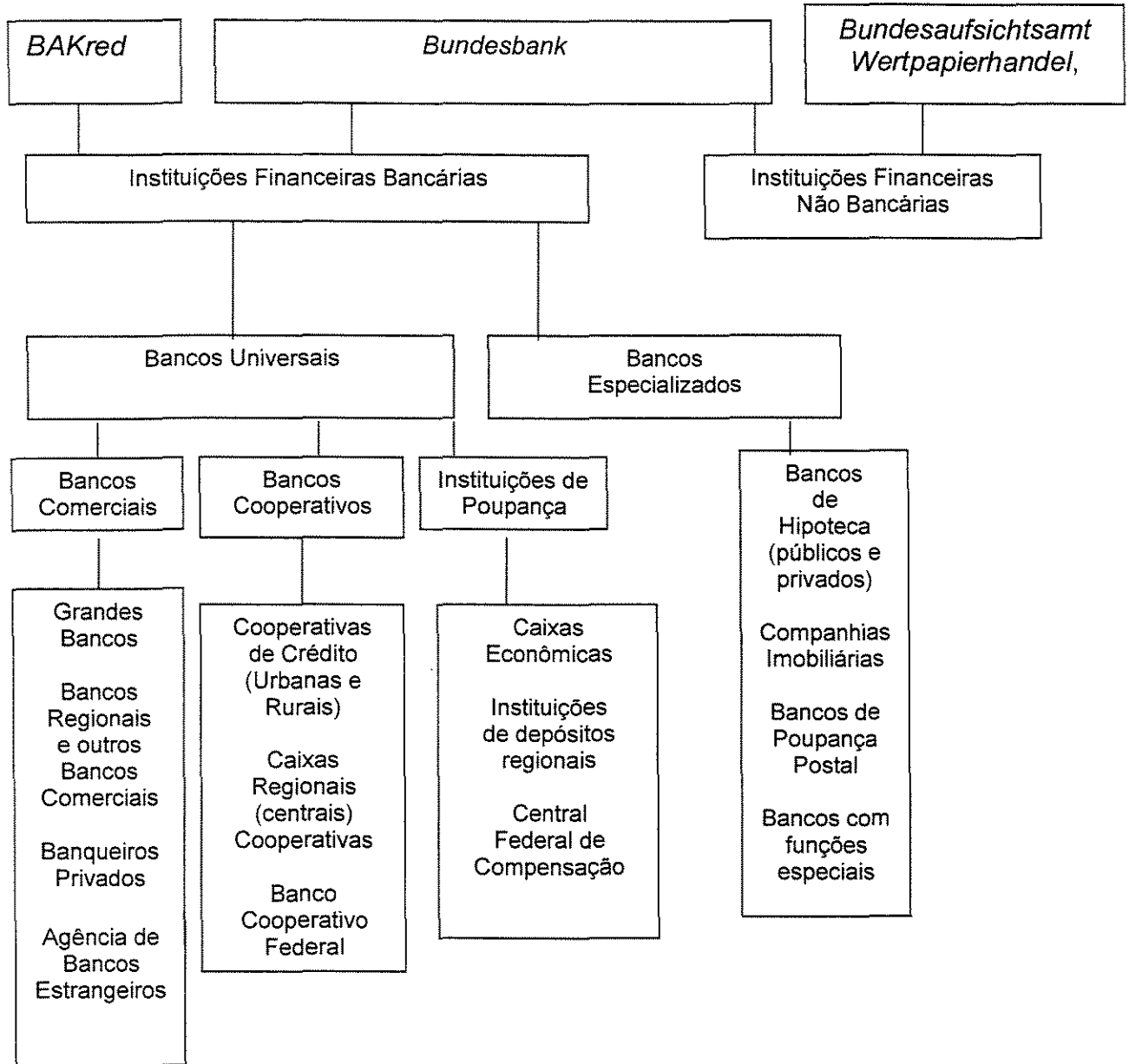
A atual estrutura do sistema financeiro pode ser descrita como composta de vários mercados e instituições que, por questões analíticas, serão caracterizadas como instituições financeiras bancárias e não bancárias, sobre as quais o banco central e outros órgãos desempenham papéis cruciais.

As instituições financeiras não bancárias historicamente têm apresentado um limitado desenvolvimento – até meados do século XIX os mercados de títulos se apresentam como auxiliares dos banqueiros privados e não como fontes de financiamento independentes – e somente em fins do século XX alcançam uma importância relativa.

As instituições financeiras bancárias assumem um papel de destaque no sistema financeiro e estão divididas em dois grupos: os chamados bancos universais e os bancos especializados, conforme diagrama abaixo.

O banco central alemão (*Bundesbank*) e órgãos de supervisão prudencial, como o *BAKred* (responsável pela supervisão das instituições bancárias) e o *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* (responsável pelo controle de operações com títulos) assumem grande importância na estrutura do sistema financeiro.

Quadro 1 - A Estrutura do Sistema Financeiro Alemão



Fonte: A partir de dados de Smith (1994).

1.2.1 – A Regulação e a Supervisão Prudencial

A regulação do setor financeiro é usualmente compreendida não somente como resultado da iliquidez dos intermediários financeiros (Diamond e Dybvig, 1983) mas também está relacionada às possibilidades de alcançar metas setoriais, como a capacidade de influenciar a estrutura industrial (Gertler e Rose, 1994 *apud* Scholtens, 1997) e gerais, como a promoção do desenvolvimento econômico (Scholtens, 1997). A supervisão do sistema financeiro, além de fazer cumprir a regulação, tem como objetivos principais a proteção dos depositários e a garantia da estabilidade do sistema financeiro (Goodhart e Schoenmarker, 1995).

A função de regulação da estrutura financeira alemã está sob responsabilidade do Banco Central alemão (*Bundesbank*) e a supervisão prudencial está a cargo de outros órgãos, como o *BAKred* e o *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel*, responsáveis respectivamente pela supervisão da estrutura bancária e do mercado de títulos.

Pelo fato dos bancos colocarem-se historicamente como os agentes principais do sistema financeiro alemão, as estruturas legal e institucional de regulação e supervisão prudencial priorizam as instituições bancárias.

O *Bundesbank*, criado em 1957, possui propriedade de capital pública. Sua estrutura básica é composta por dois órgãos colegiados: (i) um conselho (*zentralbankrat*) que compreende os onze presidentes dos bancos centrais regionais (*landerszentralbanken*) e os nove membros da diretoria, sendo de sua competência as definições de políticas monetárias e creditícia; (ii) uma diretoria (*directorium*), responsável pela execução das decisões do conselho, gerenciamento da instituição e emissão da moeda.

O objetivo estatutário da instituição é único e preciso: a estabilidade do valor interno e externo da moeda (*Deutsche Bundesbank*, 1962). Os principais instrumentos utilizados para cumprir tais propósitos são requerimentos de reserva (de grande importância), taxas lombardas e operações no mercado.

O Bundesbank possui grande autonomia em todas as instâncias: administrativa, técnica e financeira e é total sua independência da interferência governamental³².

Os seguintes mercados estão sob responsabilidade da instituição: i) mercado monetário (*geldmarkt*), constituído de dois mercados diferenciados: (a) mercado interbancário, no qual se transacionam as reservas bancárias existentes com o objetivo de equilibrar a liquidez do sistema bancário e; (b) mercado de refinanciamento, em que são realizadas operações de mercado aberto e de financiamento de curto prazo do governo; ii) mercado de crédito (*kreditmarkt*) que concentra as transações associadas ao desenvolvimento normal das atividades de consumo e produção; iii) mercado de divisas (*devisenmarkt*), no qual as ações são predominantemente dos bancos.

O banco central alemão não assume o papel de prestador em última instância, esta é uma função exercida pelo *Liko Bank*, consórcio de bancos do qual o *Bundesbank* participa, embora exerça a função de agente fiscal do governo.

A legislação de crédito alemã (*Kreditwesengesetz*), decretada em 1934 e emendada várias vezes, define o arcabouço legal sobre o funcionamento do sistema bancário.

O órgão executor de supervisão das atividades financeiras é o Departamento Federal de Supervisão das Atividades Financeiras (*Bundesaufsichtsamt ueber das Kreditwesen – BAKred*).

³² Este aspecto é entendido como fundamental no desempenho de variáveis como crescimento econômico, desemprego e taxa de juros (Schotens, 1997).

O *BAKred* executa as determinações estipuladas na *Kreditwesengesetz*: define as regras sobre as necessidades de capital e liquidez dos bancos, concede e cancela licenças bancárias, solicita informações, realiza auditorias, etc. Embora se reporte diretamente ao ministério da Economia, o *BAKred* atua em estrita cooperação com o *Bundesbank*.

A *Kreditwesengesetz*, dado o propósito de prevenir problemas quanto à estabilidade bancária e para proteger os depositantes, requer uma estrutura de maturidade compatível com os balanços gerais das instituições financeiras. Faz isto por meio de um conjunto de Princípios acerca de recursos de capitais e Liquidez das instituições de crédito.

O Princípio I define as regras de adequação do capital, estabelecendo o número máximo de vezes que o volume de empréstimos de um banco pode exceder o seu capital próprio. Em 1990, esse princípio sofre uma emenda com o propósito de torná-lo mais abrangente, de forma a abarcar não somente os riscos decorrentes das operações de crédito, mas também os riscos decorrentes das inovações financeiras, como operações com *swaps*, contratos futuros e direitos de opção. Assim, determina-se que o capital mínimo do banco (incluindo reservas e lucros retidos) seja de 5,56% de total de empréstimos. Em 1993, para incorporar as determinações do Acordo de Basiléia e da Diretiva de Solvência da Comunidade Européia sobre riscos de crédito associados a atividade de balanço e também fora de balanço, essa taxa eleva-se para 8% do total dos ativos de risco (Nassuno, 1998).

O princípio Ia, instituído em 1974, após a crise de confiança no sistema bancário que se segue à falência do *L D. Herstatt*,³³ estabelece regras sobre as posições abertas dos bancos em moeda estrangeira e metais preciosos.

³³ Após a crise do *L D. Herstatt* são criadas duas instituições para assegurar os fundos de depósitos: em 1974 o *Bundesbank* constitui uma união bancária de liquidação e em 1976 os próprios bancos criam um "fundo de depósitos assegurados"

Esse princípio também é emendado em 1990 para conter os “riscos de preços” – incluindo, em particular, todos aqueles que surgem “fora de balanço” – limitados a 60% do capital do banco (até então, a percentagem era de 30%). Dentro deste limite, 30% estão associados aos riscos da moeda corrente estrangeira e de metais preciosos, 20% dos riscos de taxa de juros derivados de contratos futuros e de opções e 10% de outros riscos de preços derivados de contratos futuros e opções (como contratos associados a índices)³⁴.

Os princípios II e III estão relacionados à regras sobre o nível de liquidez. O Princípio II estabelece que créditos e investimentos de longo prazo devem ser refinanciados por recursos de longo prazo.

O princípio III estabelece limites às operações de crédito em relação a itens específicos do passivo. Assim, adiantamentos, descontos de notas, quotas de ações e responsabilidade de outras instituições de crédito não podem exceder 60% dos depósitos correntes e à vista de clientes não financeiros, 35% dos depósitos à vista e corrente dos clientes financeiros, 20% depósitos de poupança, 35% de empréstimos com maturidade de um mês a quatro anos e 80% dos lançamentos de aceites bancários, notas e cartas de crédito internacionais.

Em função do movimento global de liberalização ocorre uma adequação da regulamentação, motivada principalmente pelo crescente número de subsidiárias dos bancos alemães no exterior, onde os requisitos de capital próprio se mostram menores do que na Alemanha³⁵.

³⁴ De acordo com Kregel (1992), esse princípio, de forma geral, provê um conjunto de regras que visam conter os riscos do preço envolvidos em determinados tipos de transações que são particularmente tendentes ao risco porque requerem pouco ou quase nenhum *input* de capital (efeito de alavancagem).

³⁵ Segundo Nassuno (1998), o princípio I passa a ser aplicado para o grupo financeiro como um todo, as filiais domésticas e no exterior, os bancos de hipoteca e as empresas de *leasing* e *factoring*, passam a ser considerados empresas-membros (se a participação de capital da instituição central for no mínimo 40%).

Em 1985, a emenda que sofre a *Kreditwesengesetz* visa adequar a regulamentação ao novo contexto de acirrada concorrência bancária e de internacionalização dos bancos. Até então, os bancos, por meio de filiais, incrementam o volume de crédito sem aumentar a base de capital da matriz: o regimento vigente faz o controle das instituições de forma individualizada. Ademais, é constante a utilização das filiais para concessão de empréstimos a clientes preferenciais. Assim, utilizando-se das filiais, as matrizes escapam das regras que definem o nível de capital próprio.

O novo regulamento redefine o conceito de capital próprio, amplia as diretrizes referentes a limitação do risco, dá atenção especial às divisões e subsidiárias dos bancos no exterior e busca controlar os grupos financeiros com base em dados consolidados, dentre outras inovações.

As diretrizes referentes ao conceito de capital próprio e ao limite do risco passam a definir o padrão dos empréstimos: empréstimos simples não podem exceder 50% do capital próprio do banco e todos os empréstimos grandes não podem exceder oito vezes o capital próprio da instituição. Estes grandes empréstimos, definidos como aqueles que excedem 15% do capital do banco, devem ser relatados sem atraso para o *Bundesbank*, e todo empréstimo acima de DM 1 milhão também deve ser informado.

Com o propósito de se adequar às diretrizes da Comunidade Européia, a *Kreditwesengesetz* sofre novas alterações. O capital próprio passa a ser definido em termos de capital principal e capital adicional.

Por capital principal entende-se aquele constituído por recursos próprios, o qual deve estar obrigatoriamente disponível para uso imediato em situações de riscos e perdas e cujo volume deve corresponder a no mínimo 8% dos ativos de risco, como

visto anteriormente³⁶. O capital adicional constitui recursos próprios de qualidade inferior ao capital principal³⁷.

Com a ampliação do conceito de capital próprio, há uma correspondente elevação do volume de transações permitidas que envolvem riscos de margem, que passam para um volume máximo de 42 % do capital próprio (Nassuno, 1998)³⁸.

Medidas referentes à preservação e ao fortalecimento do mercado de capitais alemão também são tomadas. Em 1994, institui-se o *Bundesaufsichtsamtfuer den Wertpapierhandel* (Departamento Federal de Controle de Operações com Títulos), com o objetivo principal de combater o *insider trading* (Nassuno, 1998).

Por estes e outros aspectos, torna-se claro que uma característica determinante do sistema de financiamento alemão está na imposição de um comportamento prudente por parte das instituições financeiras, por meio de requerimentos que possibilitam uma estrutura de maturidade compatível com o balanço geral e regulamentos sobre as taxas de capital e sobre as exposições ao risco. Dentro desta estrutura, as instituições financeiras estão livres para entrar em qualquer atividade e para atuar em qualquer mercado sem limitação e/ou outro regulamento direto do governo. Por esta razões, segundo Kregel (1992), os requerimentos legais de reserva que são mantidos pelas instituições financeiras são redundantes para o sistema alemão, embora forneçam uma importante ferramenta adicional de controle monetário.

³⁶ Inclui capital integralizado, reservas divulgadas, transferências autorizadas para reserva e ativos de sócios que não participam da administração (Nassuno, 1998).

³⁷ Inclui reservas para contingência e reservas não-realizadas.

³⁸ Os ativos de risco são definidos basicamente como operações "fora do balanço", operações *com swaps* e contratos de opção e futuros (Deutsche Bundesbank, 2000).

1.2.2 – As instituições financeiras bancárias

“Uma razão pela qual o sistema financeiro alemão é caracterizado como bank-based se deve ao fato da definição legal de negócios bancários ser tão ampla que torna a maioria das instituições financeiras, por definição, bancos” (Edward e Fischer, 1994:180)

A classificação utilizada pelo *Deutsche Bundesbank*, define os bancos alemães como universais ou especializados.

Segundo o *German Banking Act* (*Deutsche Bundesbank*, 1986), os bancos universais fornecem (ou pelo menos estão capacitados a ofertar) uma gama completa de serviços bancários (comerciais e de investimento).

A existência desse tipo de instituição garante, em grande parte, a importância decisiva do sistema bancário no conjunto do sistema financeiro alemão. Suas intensas relações com as empresas lhes possibilitam exercer influências em suas administrações através da propriedade de ações, exercício de voto por procuração e participação nos conselhos de supervisão. Por esses aspectos, os bancos alemães desempenham um importante papel em termos de *corporate governance* das empresas alemãs, devido às possibilidades de exploração de economias de escala em acúmulo de informações (*Relatório Bundesbank-Banque de France*, 1999).

Os bancos universais podem ser divididos em 3 categorias:

- Bancos Comerciais, que compreende os grandes bancos, os bancos regionais e outros bancos comerciais, as agências de bancos estrangeiros e os banqueiros privados.
- Instituições de poupança, que compreende as caixas econômicas (*sparkassen*), as instituições de depósito regionais (*landesbanken/girozentralen*) e a Central Federal de Compensação (*deutsche girozentrale*).

- Bancos de Crédito Cooperativo, que compreende os bancos cooperativos (*kreditgenossen*), as caixas centrais cooperativas (*genossenschaftliche zentralkassen*) e o Banco Cooperativo Federal (*deutsche genossenschaftsbank*).

Os bancos especializados, o outro tipo de instituição, são historicamente protegidos por instrumentos legais e institucionais contra a concorrência dos bancos universais³⁹. Porém, com o aumento da concorrência doméstica, esta polarização, no que se refere à operacionalidade e limites de atividades, torna-se cada vez menos sustentável, o que faz mais tênue a divisão de trabalho entre bancos universais e bancos especializados.

Os grupos de instituições bancárias estão afiliados a instituições centrais, as quais servem como representações de interesse e organizações de relações públicas. Os bancos do setor privado são afiliados, através da associação de seus *Länder*, à Associação dos Bancos Alemães (*Bundesverband deutscher Banken*). As filiais de bancos estrangeiros também são representadas por esta organização.

Alguns bancos do setor público – bancos de poupança e suas instituições de depósitos regionais (*landesbanken*) – são afiliados à Associação Alemã de Poupança e Giro (*Deutscher Sparkassen und Giroverband eV – DSGV*), enquanto os bancos públicos de financiamento e bancos com funções especiais são todos afiliados à Associação de bancos do setor público (*Verband Öffentlicher Banken eV*). Finalmente, a Associação dos bancos de cooperativas agrícolas e urbanos alemães (*Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken eV*) representa os interesses coletivos dos bancos cooperativos.

O sistema bancário alemão, principalmente a partir dos anos 60, passa por um processo crescente de consolidação. O grupo que mais expressa essa realidade é o

³⁹ Nestes setores, os bancos universais podem operar somente através de subsidiárias.

dos bancos universais, em especial a categoria dos bancos cooperativos (em 1960 há 11.648 bancos cooperativos contra 3.364 em 1988, conforme tabela abaixo).

Esse movimento, entretanto, não significa mudanças na importância dos bancos universais. Ao contrário, as três categorias de bancos universais, juntas, respondem por 79.6% do volume total de negócios em 1950 e 77.8% em 1988 (Edward e Fischer, 1994).

Tabela 3 – Números e participação dos bancos alemães no volume de negócios, por categoria de bancos (1950-1988)

	Números			Participação (%)			
	1960	1970	1988	1950	1960	1970	1988
Bancos Comerciais	362	305	312	36.4	24.4	24.9	23.6
- Grandes Bancos	6	6	6	19.1	11.3	10.2	8.9
- Bancos Regionais e outros bancos comerciais	108	112	163	12.8	10.4	10.7	11.4
- Agências de bancos estrangeiros	16	24	57	-	-	1.5	1.8
- Banqueiros Privados	232	163	86	4.5	2.7	2.5	1.5
Instituições de Poupança	880	844	596	30.8	35.7	38.5	37.3
- Instituições de Depósitos Regionais	13	12	11	10.8	13.5	15.6	15.6
- Caixas Econômicas	867	832	585	20.0	22.2	22.9	21.7
Bancos Cooperativos	11.642	7.072	3.364	12.4	8.6	11.5	16.9
- Instituições Regionais (centrais) de crédito cooperativo	19	13	6	3.7	2.8	3.8	4.6
Cooperativas de Crédito	11.623	7.059	3.358	8.7	5.8	7.7	12.3
Bancos de Hipoteca	42	46	38	5.9	17.2	13.6	13.9
- Bancos privados de Hipoteca	26	29	27	-	5.8	6.6	9.0
- Bancos Públicos de Hipoteca	16	17	11	-	11.4	7.1	4.9
Bancos com funções especiais	18	17	15	-	10.2	8.4	6.7
Bancos de poupança postal	15	15	15	-	2.4	1.9	1.5

Fonte: Edward e Fischer, 1994:100.

1.2.2a – Os bancos comerciais

A categoria bancos comerciais compreende quatro classes: (i) os grandes bancos (*Deutsche Bank*, *Dresdner Bank* e *Commerzbank*); (ii) os bancos regionais e outros bancos comerciais; (iii) as agências de bancos estrangeiros e (iv) os banqueiros privados.

Os três grandes bancos são, historicamente, produtos do rápido surgimento da atividade bancária que se segue à formação do *II Reich*; seus processos de desenvolvimento são bastante similares.

O *Deutsche Bank* (DB), organizado explicitamente com o propósito de desafiar a dominação dos bancos britânicos nas finanças externas (Kindleberger, 1984), é fundado antes da unificação e praticamente desde o início de suas atividades busca tomar o controle de outros bancos, transformando-se rapidamente em um grande banco. A partir de 1875 envolve-se em negócios na área de eletrificação (em parceria com a Siemens e a AEG)⁴⁰.

A tentativa de desconcentração do setor bancário no pós segunda guerra fracassa: o DB, que se dividira em 10 instituições independentes, reconstitui-se em 1952, como resultado de uma mudança na lei e são separados em três áreas: norte, central e sul do país. Em 1957, outra mudança legal acaba por fundir estas três instituições sob a forma atual, transformando-o no maior banco alemão.⁴¹

⁴⁰ Já em 1895, o capital do DB se multiplica por 6 (cerca de RM 200 milhões). Neste período, funde-se com o *Discontogesellschaft*; no final dos anos 20, o Banco responde por 50% de todos os negócios bancários dos grandes bancos de Berlim (Smith, 1994).

⁴¹ Em 1957, na reconstituição formal, o DB que tem 16.597 empregados e um balanço geral de DM 7.6 bilhões passa, em 1990 a ter 68.600 e DM 404.7 bilhões, respectivamente (Smith, 1994).

A história do *Dresdner Bank* segue basicamente o mesmo caminho. Fora dividido em pequenos grupos que, em 1952, sofrem um processo de fusão e formam 3 grandes grupos regionais: sul, oeste e norte. Estes três bancos, em 1957, mais uma vez são fundidos, formando o *Dresdner Bank AG*, o segundo maior banco alemão, cujo propósito central, desde sua fundação, está relacionado ao fornecimento de crédito industrial, seguindo a proposta do *Crédit Mobilier*.

O *Commerzbank*, após um movimento de desconcentração que resulta em 9 instituições regionais separadas, reagrupa-se em 1957. Sua fundação está relacionada às necessidades financeiras do comércio exterior.

Esses três grandes bancos são sociedades anônimas cujos capitais estão espalhados pela Alemanha e pelo exterior. A tabela abaixo (4) demonstra o volume de recursos em propriedade desses bancos.

Tabela 4 – Os maiores bancos alemães, por volume de recursos (final de 1988, em DM bilhões)

	Balanço total do grupo
Deutsche Bank	305.3
Dresdner Bank	231.0
Commerzbank	180.4
Westdeutsche Landesbank	171.1
Bayerische Vereinsbank	162.6
Hypo-Bank	135.2
DG Bank	131.7
Bayerische Landesbank	128.0
Norddeutsche Landesbank	107.8
Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)	97.0

Fonte: Edward e Fischer, 1994:101

A segunda classe de bancos comerciais é composta de bancos regionais e outros bancos comerciais que concentram as atividades em suas regiões de origem, embora alguns mantenham agências que operam em bases nacionais.

Dentro dessa classe destacam-se o *Hypo-Bank (Bayerische Hypotheken-und Wechselbank)* e o *Bayerische Vereinsbank*, que estão entre os dois maiores bancos (ver tabela acima) e que acabaram por se fundir formando o *Bayerische Hypo –und Vereinsbank AG*. Esse banco bavariano têm permissão de atuar como bancos de hipoteca, ao contrário de todos os outros bancos comerciais. Outro banco com participação importante dentro da classe é o *BfG (Bank für Gemeinwirtschaft)*.

As outras duas classes de bancos que compõem a categoria de bancos comerciais – os banqueiros privados e as agências de bancos estrangeiros – historicamente não apresentam uma importância significativa para o sistema financeiro alemão.

1.2.2b – As instituições de poupança

Os bancos de poupança são originalmente concebidos para prover serviços bancários aos membros menos favorecidos da comunidade, para fornecer créditos em termos favoráveis para as autoridades e para financiar o investimento local em benefício das regiões as quais estão localizados. Mais recentemente, embora continuem assumindo essas funções, os bancos de poupança têm se desenvolvido em direção às atividades típicas dos bancos comerciais.

O segmento de bancos de poupança abriga três ordens de instituições:

- Os bancos de poupança locais (*sparkassen*) são instituições municipais ou distritais. Cada estado (*lând*) tem leis próprias acerca da estrutura e organização destas entidades. As instituições que estão dentro de um mesmo estado são membros de uma associação estadual de bancos de poupança locais. O *sparkassen* tem permissão de operar somente em sua própria região e os investimentos em títulos e outros bens financeiros estão sujeitos a restrições. Concentram suas atividades em empréstimos para pequenas empresas.-

- Os bancos de poupança estaduais ou instituições de giro central (*Landesbanken-Girozentralen*). Assumem a função de banqueiros estatais em seus respectivos estados e conduzem os negócios bancários sob bases interregionais e internacionais. O foco dos negócios do setor está concentrado em empréstimos para médias e grandes empresas. Servem como *clearing house* para os membros dos bancos de poupança locais. O maior banco de poupança estadual é o *Westdeutsche Landesbank Girozentrale*, seguido pelo *Bayerische Landesbank* e *Norddeutsche Landesbank* (ver tabela 4).
- *Deutsche Girozentrale* serve como banco de compensação central para o sistema de bancos de poupança e sustenta as reservas de liquidez para os bancos de poupança estaduais. Os negócios bancários do *Deutsche Girozentrale* são similares aos dos bancos de poupança estatais (de acordo com os dados do sistema bancário do *Bundesbank*, esta entidade está definida como uma instituição de giro regional).

As atuações das instituições deste setor são restritas regionalmente, impedindo assim a concorrência intersetorial (embora concorram com outros grupos de bancos universais).

O *Landesbanken* (bancos públicos estaduais) têm assumido um *status* singular, derivado de seu importante papel como braço financeiro no desenvolvimento local. Este papel diferenciado e os benefícios oriundos do mesmo são garantidos por dois mecanismos: (a) o *Gewährträgerhaftung* (GTH), segundo o qual os estados regionais oferecem total garantia sobre as obrigações dos bancos locais e o (b) *Anstaltlast* (AL), que assegura essa garantia dos bancos por parte dos estados. Desta forma, estes bancos possuem vantagens sobre os bancos comerciais, dada a redução do prêmio pago sobre os fundos, o que deprime os custos de financiamento⁴².

⁴² O diretório da Comissão Europeia para a Competição (*European Commission's directorate for competition*) tem forçado a mudança de legislação no sentido de modificar o *status* destes bancos.

1.2.2c – As cooperativas de crédito

A estrutura do setor de crédito cooperativo é bastante similar à organização do setor de poupança. Existe um grande número de cooperativas de crédito local e um sistema de grandes bancos regionais conduzido por uma *clearing house* central. Compõem o setor as cooperativas de crédito (*Kreditgenossenschaften*), as caixas centrais cooperativas (*Genossenschaftlich Zentralkassen*) e o Banco Cooperativo Federal (*Deutsche Genossenschaftsbank*). Esta estrutura se caracteriza por ser amplamente dispersa, dominada por pequenas instituições.

O surgimento dos bancos cooperativos remonta ao século XIX. A primeira cooperativa, denominada *Raiffeisen*, inaugurada em 1865, consiste em uma rede de instituições destinadas a fornecer crédito para a agricultura em antecipação a futuros rendimentos. Iguais princípios são adotados pelo *Schulze-Delitzsch cooperative banks*, conhecido como *Volksbanken*, ou banco do povo, que se estabelece em áreas urbanas em paralelo a *Raiffeisen cooperative banks*.

A cooperativa típica opera em pequenas áreas geográficas. Os membros controlam informações adequadas sobre os empréstimos, buscando desta forma remover informações assimétricas, incerteza e poder de monopólio que possam conduzir a situações nas quais os emprestadores passem a exigir taxas de empréstimos exorbitantes.

A atuação destas instituições é restrita regionalmente, não havendo assim competição entre elas, embora concorram com outros grupos de bancos universais.

1.2.2d – Os bancos especializados

Dentre os bancos especializados, os bancos de hipoteca assume um papel de destaque. Esses bancos podem ser organizados como instituição pública ou privada. Os bancos de hipoteca públicos, em sua grande maioria, representam divisões da central de depósitos do setor de poupança (*Landesbanken*). Os bancos privados, em geral, são divisões dos grandes bancos ou bancos regionais: em 1989, o *Commerzbank* detém o controle de 97% do *Rheinische Hypothekenbank AG* (o maior banco hipotecário privado), o *Deutsche Bank* responde por 93.1% do *Frankfurter Hypothekenbank AG* (o segundo maior banco hipotecário privado) e o *Dresdner Bank*, por 94.8% do *Deutsche Hypothekenbank Frankfurt AG* (o terceiro maior banco hipotecário privado) (Edward e Fischer, 1994).

Suas atividades estão formalmente limitadas a operações de longo prazo. Em contrapartida, têm o privilégio de emitir e vender no mercado de capitais bônus hipotecário (*pfandbriefe*) e bônus das autoridades públicas (*kommunalbriefe*) para financiar suas operações.

Os bancos hipotecários operam com créditos de longo prazo para financiamento da construção civil, investimentos industriais e agrícolas.

Uma outra categoria que compõe a estrutura de bancos especializados são as associações mútuas de poupança e hipotecas, denominadas companhias imobiliárias (*Bausparkassen*), cuja função é ofertar hipotecas de segundo grau aos depositantes de poupança.

Os bancos com funções especiais é uma categoria de bancos especializados que tem um papel importante na promoção do desenvolvimento econômico. Dentre

todos, o de maior destaque é o *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW),⁴³ uma agência pública de fomento que concentra suas operações em atividades consideradas de interesse nacional que não são atendidas adequadamente pelas instituições financeiras do setor privado, tais como proteção ambiental, investimentos industriais, exportação, infra-estrutura e, especialmente, o financiamento para pequenas e médias empresas: em 1990, metade dos empréstimos tinha essa finalidade (BNDES, 1991).

A obtenção de fundos do KfW atualmente é realizada por meio de emissões de títulos nos mercados doméstico e internacional, recursos orçamentários e um fundo especial para aplicação em programas oficiais (ERP). A participação da captação no mercado tem aumentado gradativamente (em 1990, responde por 75% dos recursos), devido à elevada competitividade dos títulos, tendo em vista que são considerados como desprovidos de risco e de alta liquidez, por serem redescontáveis junto ao *Bundesbank* (BNDES, 1991).

Um aspecto importante dessa instituição é o fato de ser um banco de desenvolvimento com alta lucratividade. Isto é um fator de destaque, não somente porque permite financiamentos compatíveis com o retorno de projetos em infra-estrutura e indústria, garantindo a competitividade, mas também no sentido de sinalizar à sociedade a solidez de seus projetos, possibilitando assim a continuidade da captação de recursos em condições favoráveis (segundo dados da tabela 4, o KfW é o décimo maior banco alemão em volume de recursos).

⁴³ Criado por lei em 1948, com o objetivo de conduzir os fundos de ajuda do Plano Marshall para a reconstrução industrial (BNDES, 1991).

1.2.3. – As Instituições Financeiras não Bancárias: Investidores Institucionais e Mercados de Capitais

As principais instituições financeiras não-bancárias alemãs são as companhias de seguros e os fundos de investimento (em geral funcionam como fundos mútuos fechados, ou seja, fundos de poupança coletados com a finalidade de explorar economias de escala)⁴⁴.

As companhias de seguro somente apresentam um desenvolvimento expressivo a partir dos anos 80, devido à elevação da captação de recursos do setor não financeiro. De acordo com Kregel (1992), os recursos aplicados em companhias de seguro em 1989 representam aproximadamente 22% do total de investimentos realizados por famílias em ativos financeiros (ver tabela 1). Esse aumento na participação das seguradoras acaba sendo absorvido por aumentos nos fluxos de recursos das companhias de seguro direcionados aos bancos⁴⁵.

Os fundos de investimentos têm seus portfólios compostos basicamente de ações (domésticas e estrangeiras). As companhias de *mutual funds* são altamente concentradas e, mais uma vez, a explicação para tal situação envolve a participação dos bancos. O maior grupo de *mutual funds* alemão, o DWS (responde por cerca de 25% do total de bens), tem o suporte do *Deutsche Bank* e sua abrangente rede de distribuição. A segunda maior companhia, a Deka (controla 17 % deste mercado) tem nos bancos de poupança o suporte para distribuição de seus produtos. Outra companhia de *mutual funds*, o DIT, tem no *Dresdner Bank* o apoio necessário para vender os seus fundos de investimento (Aldhigri, 2000).

⁴⁴ Os fundos de pensão, que no contexto internacional apresentam uma forte participação, na Alemanha têm uma importância insignificante, principalmente devido à estrutura de provisões para pensão: nos esquemas de pensão o Estado é o principal agente. Os esquemas de fundos de pensão privados, em geral, são administrados pelas próprias empresas patrocinadoras e não por investidores institucionais.

⁴⁵ Segundo Edward e Fischer (1994:53), entre 1980-87 cerca de 50% do investimento total bruto das companhias de seguro de vida concentra-se no setor bancário.

O mercado acionário (dividido em 8 bolsas de valores, incluindo a maior, a bolsa de Frankfurt) também tem uma importância limitada, dentre outros aspectos porque em países com tradição de associação entre investimentos e empréstimos bancários, a tendência é de limitação da atuação dessa forma de captação externa de recursos: os bancos assumem historicamente o papel de destaque e, portanto, os fluxos financeiros são canalizados por instituições de crédito e não por intermédio do mercado (Aglietta, 1995).

O fato da Alemanha possuir uma quantidade relativamente pequena de companhias abertas e a maioria dos empreendimentos ser de pequeno e médio porte, limita o volume de negócios realizados no mercado acionário. Portanto, os portfólios de ativos das famílias são dominados por instrumentos bancários, com os títulos, mantidos direta ou indiretamente, desempenhando um papel secundário. Associe-se a isso uma estrutura de posse altamente concentrada e uma forte proteção legal aos acionistas minoritários.

Até os anos 70, não se negociam títulos públicos, dada a posição fiscal superavitária do governo, o que contribui para o restrito desenvolvimento do mercado de capitais. Somente a partir dessa data são fomentadas políticas de demanda agregada que geram déficits públicos financiados por emissão de títulos⁴⁶. Desde então, o mercado de títulos governamentais tem predominado no mercado secundário e assumido uma importância crescente.

Os títulos privados predominam no mercado primário. A característica principal é que esse mercado é dominado pela emissão de bônus pelos bancos.

⁴⁶ Como consequência, a política monetária alemã ainda opera utilizando-se principalmente do redesconto e das taxas lombardas ao invés de manipulações no mercado aberto (Carvalho *et al*, 2000).

O mercado de opções e futuros (*Deutsche Termin Boerse*, DTB), aberto somente em janeiro de 1990, registra um volume de negócios desprezível, embora crescente: até 1989 os mercados futuros eram considerados jogos de azar (Smith, 1994).

A presença estrangeira no mercado de capitais alemão é forte mas controlada. Embora adote o princípio do tratamento nacional no que se refere ao escopo das atividades permitidas (os tratamentos conferidos aos bancos estrangeiros são os mesmos conferidos às instituições domésticas), o controle é rigoroso.

Por esses aspectos, o mercado de ações e títulos (principalmente títulos privados) é singularmente pouco desenvolvido e não se apresenta como um canal usual de financiamento.

Ao exame desses fatos, é lícito afirmar que o sistema financeiro alemão até o final dos anos 80 é caracterizado pela pouca representatividade dos investidores institucionais e do mercado de capitais e por uma clara preponderância das instituições bancárias.

1.3 – O Sistema Financeiro Alemão e o Financiamento do Investimento

"Pois o capital industrial é o Deus Pai que deixou como Deus filho, ao capital comercial e bancário, e o capital monetário é o Espírito Santo; são três, mas um só no capital financeiro" (Hilferding, 1963:248).

1.3.1 – A Estrutura Financeira, o Investimento e o Desenvolvimento Econômico

As instituições financeiras assumem um importante papel, tanto no desenvolvimento econômico (Schumpeter, 1912), como na performance econômica dos países desenvolvidos (Mayer, 1988).

Atualmente se reconhece que há uma relação simbiótica entre financiamento e crescimento econômico (King e Levine, 1993, Demirgüç-Kunt e Levine, 1996) e embora não esteja clara a causalidade entre os dois (Sussman, 1995)⁴⁷, sabe-se que o setor financeiro assume funções básicas na economia, dentre as quais destaca-se o financiamento do investimento produtivo.

A teoria do investimento formulada por Keynes – pelo menos, tal como interpretada pelos pós-keynesianos – assume que as condições financeiras e monetárias afetam as decisões e conseqüentes gastos em capital das empresas, verificando-se relações entre moeda e crédito, estrutura de financiamento e determinação das variáveis econômicas. Segundo Keynes, o cálculo capitalista, baseado em expectativas de longo prazo, implica pensar, continuamente, a estrutura do portfólio, dado o objetivo de preservação e ampliação do estoque de riqueza dos agentes econômicos. Uma das possibilidades para isso está em incrementar o

⁴⁷ A teoria da intermediação financeira e a moderna teoria de crescimento oferecem vários argumentos que explicam a relação entre estrutura financeira e o crescimento econômico. Ver Scholtens, 1997.

investimento e, para tanto, a estrutura de financiamento apresenta-se como essencial⁴⁸.

“decisões de investimento, financiamento de investimento, ativação de investimento, lucros e compromissos de efetuar pagamentos das dívidas pendentes estão relacionados entre si. Para entender o comportamento da nossa economia é necessário integrar as relações financeiras numa explicação do emprego, renda e preços” (Minsky, 1992:10).

Na tradição pós-keynesiana costuma-se apresentar o financiamento do investimento com base no circuito *finance-investimento-poupança-funding*, que assume duas dimensões: a primeira caracteriza a demanda por moeda pelo motivo *finance*; a segunda consiste na busca pela formação de *funding*.

O primeiro motivo diz respeito à provisão de liquidez necessária à efetivação de gastos extraordinários como, por exemplo, aqueles associados à encomenda e à produção de um volume mais elevado de bens de capital. Nos artigos publicados após a *Teoria Geral*, Keynes sublinha o papel do sistema bancário como responsável por empréstimos de curto prazo para satisfazer o motivo *finance*. As inversões realizadas geram necessariamente renda e poupança (esta em volume equivalente ao do investimento). Abrem espaço, assim, para o aumento da demanda por títulos longos (*bonds* ou *ações*) por parte dos agentes. Ao final do processo de multiplicação da renda, os débitos contraídos junto ao sistema bancário podem, em tese, ser liquidados, acarretando um processo de transformação temporal dos seus passivos (*funding*)⁴⁹.

Tal análise pressupõe que estejam desenvolvidos tanto o sistema bancário quanto o mercado de capitais (para a consolidação dos ativos de curto prazo) e portanto o sistema financeiro – ao contrário de ser um simples intermediário entre investidores e poupadores, conforme postulava a visão tradicional – assume um papel crucial.

⁴⁸ Em um ambiente sob o qual o financiamento assume esse papel, as decisões econômicas se inserem em um contexto financeiro bastante sofisticado, indicando que essa dinâmica se afasta da típica “feira de aldeia” walrasiana e se aproxima do que o autor chamou de “paradigma de Wall Street”.

⁴⁹ Ver Chick, V. (1997).

Em um ambiente de incerteza, a efetiva consolidação dos passivos de curto prazo, por meio do acesso a um mercado de recursos de longo prazo, torna-se condicionada à propensão dos agentes em adquirir títulos de longo prazo ou ações durante o processo de multiplicação da renda e à moldura institucional do mercado financeiro (Davidson, 1986).

No caso alemão, estes dois aspectos acima ressaltados colocam-se claramente como determinantes do padrão de financiamento dos investimentos: tradicionalmente, os créditos bancários apresentam-se como necessários para a efetivação do investimento produtivo. A transformação dos ativos de curto prazo fornecidos pelo sistema bancário em recursos de longo prazo por meio de um processo de transformação dos débitos via mercado, historicamente não se apresenta como uma prática rotineira, seja porque os créditos de curto prazo na realidade funcionam como de longo prazo, seja porque os agentes econômicos (principalmente famílias) até há muito pouco tempo não demonstram interesse por esses tipos de instrumentos financeiros.

A moldura institucional contribui sobremaneira para tal funcionamento: o sistema bancário, além de ser altamente desenvolvido, apresenta relações profundas com o setor corporativo e, desde sua formação, tem como propósito central suprir todas as demandas dos agentes, enquanto o mercado de títulos de longo prazo não assume uma importância determinante. Ao contrário, tradicionalmente tem apresentado pouca funcionalidade. Esta relevância do sistema bancário, em detrimento ao mercado de capitais, bem como as estreitas relações que une bancos e empresas está diretamente associado ao arcabouço legal e ao padrão organizacional alemão (Dietl, 1998).

1.3.2 – O arcabouço legal e o padrão organizacional na Alemanha

No cenário corporativo alemão, todos os agentes envolvidos nos negócios têm seus interesses considerados. Legalmente, essa prática expressa-se por intermédio dos Atos de co-determinação: (i) ato de constituição das companhias (*BerVG*); (ii) ato de co-determinação (*MitBestG*) e (iii) ato de co-determinação para as indústrias de carvão, ferro e aço (*MontanMitbestG*) (Dietl, 1998).

De acordo com a *BerVG*, toda firma com ao menos cinco empregados deve possuir um conselho eleito e composto exclusivamente por trabalhadores, com a função de assegurar os direitos e necessidades da classe⁵⁰.

Além dos conselhos de trabalho, a *BetrVG* regula a composição do conselho de supervisão (*aufsichtsrat*)⁵¹ em empresas que possuam mais de 500 empregados (até o limite de 1999), determinando que 1/3 dos membros de tal conselho seja eleito pelos trabalhadores – embora geralmente os acionistas representativos mantenham o controle, dado que a maioria das decisões é tomada por maioria simples.

A *MitbestG* (ou ato de co-determinação) é aplicada a empresas com mais de 2000 empregados. Nesta situação, exatamente metade dos membros do conselho de supervisão deve ser de representantes dos empregados, incluindo sindicatos. O presidente do conselho de supervisão (*aufsichtsrat*) e todos os membros dos conselho

⁵⁰ Em situações nas quais o conselho de trabalhadores se recuse a aprovar medidas sugeridas pelo corpo dirigente, a decisão final cabe a um conselho de conciliação ou a justiça (Dietl, 1998).

⁵¹ Importante salientar que *BetrVG* formaliza uma prática que remonta ao início do século XX (à época do processo de concentração industrial e bancária), a qual requer das companhias abertas alemãs a adoção de uma estrutura particular de *governance* através de dois setores: o *aufsichtsrat* (ou comissão de supervisão), responsável pelo planejamento de longo prazo e controle das companhias, e o *Vorstand* (ou conselho administrativo), composto por executivos escolhidos pela comissão de supervisão com a competência de cumprir as decisões tomadas por este conselho.

executivo (*vorstand*) devem ser eleitos por 2/3 de maioria. Em situações de impasse, o presidente do conselho de supervisão tem garantido um segundo voto⁵².

A total igualdade da co-determinação é exigida pela *MontanMitbestG* (Ato de co-determinação das indústrias de carvão, ferro e aço) que reflete a tradicionalmente forte política de influência dos mais poderosos sindicatos alemães. A regulação contida no *MontanMitbestG* aplica-se a todas as companhias de carvão, ferro e aço que são constituídas na forma de AGs ou GmbH e que tenham mais de 1000 empregados.

Os conselhos de supervisão destas companhias devem ser compostos de um membro neutro (eleito pela maioria dos trabalhadores e acionistas representativos), que em situações de conflito tem o poder de decisão e de um igual número de representantes de acionistas e trabalhadores. Os trabalhadores representativos incluem sindicatos. As decisões são tomadas por maioria simples (com uma exceção: o diretor de trabalho não pode ser demitido contra o voto da maioria dos trabalhadores representativos).

Os conselhos de supervisão das empresas, qualquer que seja o ramo de atividade, além da participação dos representantes dos acionistas e trabalhadores, apresentam uma forte presença dos representantes dos bancos (a ser detalhado em seção posterior), o que indubitavelmente fortalece as relações banco-indústria.

Quanto à composição do padrão organizacional na Alemanha, a estrutura incorpora propriedades individuais, sociedades e companhias de responsabilidade limitada.

A proporção significativa de empresas individuais (*Einzelfirma*) é uma característica peculiar. Esta forma, tal como ocorre em outras economias, tem a

⁵² Por meio da *MitbestG* estabelece-se assuntos sociais e pessoais ao nível do conselho executivo, por intermédio da nomeação de um *Arbeitsdirektor* (diretor do trabalho) (Dietl, 1998).

propriedade e o controle como atribuições do mesmo agente, o qual possui responsabilidade ilimitada sobre todos os débitos e, por definição, somente pode levantar *equity finance* por meio de recursos próprios: as finanças externas só podem ocorrer na forma de débitos via intermediários financeiros.

Outra categoria básica, as sociedades (*Personengesellschaften*), definida como uma forma organizacional sob a qual dois ou mais proprietários têm suas participações proporcionalmente divididas e responsabilidade ilimitada sobre os débitos, possuem maiores possibilidades de financiamento: podem levantar recursos por intermédio dos sócios ou de empréstimos de indivíduos e intermediários financeiros⁵³.

As sociedades na Alemanha são de dois tipos: (i) a *Offene Handelsgesellschaft* (OHG), que é uma sociedade geral de dois ou mais participantes. Os lucros e perdas do negócio são divididos de acordo com o contrato social. Todos os participantes tem responsabilidade ilimitada para os débitos da sociedade e (ii) a *Kommanditgesellschaft* (KG), uma sociedade limitada que deve possuir ao menos um sócio principal com responsabilidade ilimitada e um ou mais sócios limitados, que são responsáveis somente na medida da subscrição de capital. Os sócios limitados usualmente não podem participar da administração da KG. Um tipo especial de sociedade limitada é a GmbH & Co. KG, na qual o sócio geral com responsabilidade ilimitada é uma

⁵³ Também podem levantar finanças externas aumentando o número de sócios. Entretanto, essa alternativa é pouco usual, uma vez que, devido ao fato da responsabilidade ser ilimitada, há incentivos para que os agentes ofereçam fundos somente para um pequeno número de firmas deste tipo, possibilitando-lhes, não somente monitorar os relacionamentos, como manter uma presença forte dentro da empresa, com o intuito de controlar suas ações. Por outro lado, a responsabilidade ilimitada também cria riscos para os sócios existentes quando se busca financiamento através de novos sócios: uma vez que todos os sócios são responsáveis pelos débitos de uma companhia ilimitada, levantar fundos por intermédio de novos sócios significa que os sócios existentes estão expondo a si próprios ao risco de perdas não somente de seus investimentos nas firmas, mas também de seus bens pessoais, como resultado de uma decisão infeliz acerca dos novos parceiros. Por estas dificuldades, responsabilidade limitada é usualmente vista como uma condição essencial para uma firma ser capaz de levantar somas significativas de finanças externas na forma de ações. (Edward e Fischer, 1994).

companhia privada limitada (GmbH). As sociedades não possuem conselhos de supervisão (*Aufsichtsrat*).

As companhias de responsabilidade limitada (*Kapitalgesellschaften*) caracterizam a outra forma organizacional que compõe o cenário corporativo alemão. Podem ser de dois tipos: (i) *Aktiengesellschaft* (AG), que são companhias abertas e (ii) *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH), que são companhias privadas.

As AGs (literalmente "*stock companies*") são um dos dois tipos de empresa que estão aptas a emitir ações. A outra forma é a *Kommanditgesellschaft auf Aktien* (KGaAs), uma sociedade parcialmente limitada por partes que combina elementos tanto de *stock corporation* como de sociedade⁵⁴. Portanto, de acordo com as leis corporativas, para ser qualificada como listada em bolsa, as companhias alemãs devem tomar a forma de AGs ou KGaAs.

As AGs podem emitir ações ordinárias (*Stammaktien*) e ações preferenciais (*Vorzugsaktein*). As *Stammaktien* capacitam seus detentores a receberem participações proporcionais dos lucros distribuídos (após o pagamento dos acionistas preferenciais), a demandarem informações e a votarem nas reuniões dos acionistas. As *Vorzugsaktein* transmitem direitos preferenciais para acumular dividendos e podem ser emitidas com ou sem direitos de votos.

Uma característica institucional das AGs e KGaAs é a obrigatoriedade da existência de um conselho executivo (*Vorstand*) e de um conselho de supervisão (*Aufsichtsrat*), como visto.

⁵⁴ Trata-se de uma entidade legal como direitos e obrigações legais separados daqueles dos sócios. O capital é dividido em partes e a responsabilidade do acionista é limitado pela soma de seus investimentos na companhia. Comparadas com as AGs, as KGaAs tem uma importância menor: ao final de 1995 há somente 8 KGaAs entre as 666 companhias listadas alemãs (Dietl, 1998).

O *Vorstand* tem como função principal a obrigatoriedade de informar ao *aufsichtsrat* a performance da firma, a conduta dos negócios e todas as políticas futuras. O presidente e membros de tal conselho são apontados pelo conselho de supervisão por um período máximo de 5 anos, sendo possível as readmissões.

O *Aufsichtsrat*⁵⁵ elege e monitora o conselho executivo. Via de regra, tal conselho decide por maioria simples. O presidente e membros do conselho de supervisão obrigatoriamente são não acionistas e não participam do conselho executivo. Na prática, sua funcionalidade está relacionada à busca por amenizar os conflitos internos entre capital (acionistas) e trabalho, de acordo com as leis de co-determinação alemã (Dietl, 1998).

A institucionalidade das AGs, além das representações do *Vorstand* e do *Aufsichtsrat*, tem nas reuniões dos acionistas (*Hauptversammlung*) o instrumento para a tomada de decisões. Para tanto, ao menos uma vez por ano devem ocorrer reuniões gerais de acionistas para decidir sobre temas diversos, como aprovação da distribuição dos lucros, auditorias, elevações e diminuições de capital por meio de ações, decisões acerca de fusões e liquidações e, especialmente, a eleição dos representantes dos acionistas e do presidente do conselho de supervisão.

As AGs estão sujeitas a requerimentos legais que as obrigam a revelar os seus resultados financeiros que são publicamente anunciados, além de relatórios sobre perdas e lucros a serem auditados.

A participação das AGs listadas em bolsas é representativa. Segundo Edward e Fisher (1994), em 1989, do total de AGs (2.508) cerca de 19% são AGs (e KgaAs) listadas, que respondem por DM 65 bilhões de capital nominal (contra cerca de DM 132

⁵⁵ De acordo com Adrighi (2000), pelo menos em termos legais, o conselho de supervisão atua como o instrumento principal de controle corporativo.

bilhões do total de AGs e KgaAs), o que representa quase a metade do volume de negócios para esta forma de organização.

A outra categoria de companhia de responsabilidade limitada (privada), é a *Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbHs)*. Uma GmbH para ser fundada deve possuir no mínimo dois sócios. Os administradores (uma parte, necessariamente, deve ser também proprietária) são nomeados ou demitidos através das reuniões gerais de proprietários. A obrigatoriedade de conselhos de supervisão só ocorre se o número de empregados for regularmente maior do que 500 e, ao contrário das AGs, estes não podem nomear os administradores.

A partir de 1987, em função da *European Community's Fourth Company Law directive*, as GmbHs devem registrar sus relatórios financeiros junto ao Registro Comercial. Entretanto, pequenas GmbHs não são obrigadas a registrar seus apontamentos de lucros e perdas e o balanços gerais podem ser registrados de forma abreviada. Ou seja, as regras de divulgação não são rigorosas.

Ao final de 1989 existem 401.687 GmbHs, cujo capital nominal corresponde a DM 180 bilhões. Esse número tem expressivamente aumentado nos últimos anos (em 1954, o total de GmbHs é de 29.107, em 1970 sobe para 80.000 e em 1980, já são 255.940) e uma explicação para tal fato se refere às características particulares desta forma organizacional: em contraposição às AGs, a obrigatoriedade do conselho de supervisão ocorre somente para GmbHs com mais de 500 empregados. Pequenas empresas que desejam preservar sua independência empresarial provavelmente optarão em assumir a forma de GmbHs do que de AG. Uma outra razão está associada às regras de divulgação de seus apontamentos financeiros: até 1987 as GmbHs sujeitam-se a regulamentos muito menos severos sobre esse tema do que as AGs (Edward e Fisher, 1994).

A GmbHs contempla um amplo escopo de corporações. Algumas GmbHs são grandes empresas, como a Robert Bosch GmbH e a Friedrich Krupp GmbH. Entretanto, a maioria das GmbHs são pequenas e médias empresas. Um significativo número de GmbHs são subsidiárias de outras companhias⁵⁶.

As companhias privadas não podem oferecer ações para vendas ao público e, portanto, não podem levantar somas significativas de finanças externas na forma de venda de ações para poupadores individuais, uma vez que as restrições para a transferência de propriedade implicam que a posse de uma companhia privada é um bem ilíquido para poupadores individuais. Conseqüentemente, dificilmente possuem um número expressivo de proprietários, minimizando assim os problemas de agência (Edward e Fischer, 1994). Entretanto, o acesso ao financiamento para as companhias limitadas, especialmente as abertas (AG), são muito maiores do que para as outras formas de organização, dado que não existem restrições para a transferibilidade de suas ações, o que significa a possibilidade de aumentos expressivos de financiamento externo por intermédio da venda de ações.

Neste sentido, é possível afirmar, no que diz respeito às formas legais dos empreendimentos alemães, que com exceção das companhias abertas, todas as outras formas organizacionais dependem basicamente das instituições bancárias enquanto fonte de financiamento externo (Edward e Fisher, 1994).

⁵⁶ As grandes GmbHs e AGs são as maiores proprietárias de outras companhias. A título de exemplo, em 1988, a Daimler-Benz AG possui exclusivamente 10 GmbHs e a Robert Bosch GmbH possui 9 GmbHs e tem participação majoritária em outras 3 (Edward e Fisher, 1994).

1.3.3 – O Financiamento do Investimento Alemão: do imediato pós-guerra aos anos 80

Qualquer que seja o padrão de financiamento do investimento seguido, a avaliação da contribuição das diversas fontes de recursos é um processo que carrega consigo uma série de dificuldades⁵⁷. A metodologia amplamente utilizada faz uso de dados dos fluxos de fundos, lançando mão dos conceitos de fontes brutas e líquidas de financiamento. Aquelas referem-se ao financiamento para aquisição de bens de capital (bens físicos mais estoques) e financeiros, enquanto as fontes líquidas referem-se somente à aquisição de bens de capital. Para identificar o financiamento associado ao investimento em bens de capital é necessário subtrair a aquisição de bens financeiros do equivalente crescimento das obrigações financeiras.

Edwards e Fischer (1994) fazem uso desta metodologia e analisam o financiamento do investimento pelas empresas alemãs não financeiras (setor manufatureiro), para o período compreendido entre 1950-1989. A tabela abaixo mostra as fontes líquidas (tabela 5) do financiamento do investimento produtivo no período.

Tabela 5 - Fontes líquidas do financiamento do investimento para o setor produtivo (1950-1989, em %)

	1950-1989	1950-1959	1960-1969	1970-1979	1980-1989
Fundos gerados internamente	75.5	75.4	74.1	71.3 80 1	
Provisões para pensões pelas empresas	3.7	3.2	2.0	4.3	4.9
Transferência de capital pelo governo	5.5	1.2	4.0	7.9	9.0
Empréstimos bancários	11.7	11.8	13.4	12.0	10.2
dos quais:					
- Empréstimos bancários de Longo Prazo(a)	12.1	9.0	11.5	15.6	12.6
- Empréstimos bancários de Curto Prazo (b)	-0.4	2.8	1.9	-3.7	-0.4
Fundos de companhias de seguro	0.5	1.2	0.9	0.5	-0.4
Bonds	0.5	2.3	0.7	-0.4	-0.7
Ações	1.5	1.9	2.4	0.6	1.1
Outras	1.2	3.0	2.6	3.9	-4.1
Total	100.0	100.0	100.1	100.1	100.1

Fonte: Edwards e Fischer (1994).

Notas: (a) empréstimos de curto prazo são aqueles com maturidade de menos de um ano; (b) empréstimos de longo prazo consideram como prazo de maturidade o período superior a um ano.

⁵⁷ Para detalhes sobre a discussão acerca das dificuldades conceituais e empíricas na estimação do financiamento do investimento agregado, consultar Edwards e Fischer (1994, cap. 3).

Os fundos gerados internamente (soma dos lucros retidos e depreciação) apresentam-se como a maior fonte para o financiamento do investimento para o período 1950-1989⁵⁸. Os empréstimos bancários colocam-se como a principal fonte de financiamento externo (não só para o período como um todo, mas também em cada década).

As provisões para pensões pelas empresas e as transferências de capital do governo também são fontes representativas. Os fundos gerados internamente, provisões para pensões pelas empresas, empréstimos bancários e transferências de capital do governo, juntos, responderam por 96.5% do financiamento líquido do setor produtivo no período 1950-1989. O somatório das outras fontes líquidas – *bonds*, *shares*, fundos de companhias de seguros e “outras” – respondem por somente 3.5% do total de investimentos em bens físicos no período.

As médias ponderadas das fontes de financiamento, para as quatro décadas separadamente, mostram que a importância relativa das diferentes fontes de financiamento não se altera muito em relação ao período 1950-1989.

Como conclusão, parece correto afirmar que, enquanto fonte externa de financiamento, os empréstimos bancários na Alemanha colocam-se como o principal instrumento de que as empresas do setor produtivo se utilizam para realizar seus investimentos desde o período do pós-guerra até início da década de 90, em detrimento da utilização do mercado de capitais.

⁵⁸ Corbett e Jenkinson (1994), confirma a importância dos recursos gerados internamente como fonte principal de financiamento do investimento. Segundo esses autores, para o período de 1970-1989, os recursos internos responderam por 80.6% do financiamento líquido alemão, contra 19.4% dos recursos externos (dos quais 11% finanças bancárias).

CAPÍTULO 2

O SISTEMA FINANCEIRO ALEMÃO E O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO ATUAL CONTEXTO INSTITUCIONAL

Na última década do século XX, a história corporativa e financeira alemã depara-se com uma série de desafios, associados diretamente às constantes pressões no sentido de mudanças. Este movimento está intrinsecamente relacionado à fatores como a reunificação, a união européia, a forte competição no mercado de produtos e as modificações no sistema financeiro internacional.

Sob tal ambiente, a questão que se coloca é se a estrutura econômica (essencialmente em seu aspecto financeiro) ainda permanece fiel ao seu referencial histórico de finanças industrializantes ou se, nas palavras de Susan Strange, *“sucumbiu ao capitalismo cassino”* e a prioridade do sistema financeiro deixa de estar associada às necessidades dos tomadores de empréstimos e a promoção do investimento produtivo e passa a focar os interesses dos credores, essencialmente.

A tentativa de responder a esta pergunta é o objetivo desse capítulo. Para tanto, opta-se por analisar a estrutura de financiamento do investimento, em termos desagregados, contemplando não somente os canais possíveis de oferta de financiamento, mas também os fatores e características que determinam a demanda atual por crédito com tal finalidade.

Com este propósito, a organização do capítulo segue a seguinte seqüência:

O primeiro item (2.1) fornece um quadro de referência, fazendo rápidos apontamentos sobre as mudanças ocorridas no cenário financeiro internacional, especialmente as relacionadas à oferta de crédito.

O segundo item (2.2) avalia o comportamento das instituições financeiras no que se refere à oferta de créditos.

O terceiro e último item (2.3) levanta a questão do financiamento do investimento, sob a ótica da demanda, analisando as estruturas de *corporate governance* e *corporate finance*. Como suporte analítico são colocadas, sucintamente, algumas contribuições teóricas de autores que tratam os temas referidos.

2.1. – As mudanças globais e os impactos correspondentes no mercado de crédito

Ao término do período compreendido entre o final da segunda guerra mundial e início dos anos 70 – caracterizado por um notável crescimento e grande estabilidade, no qual os sistemas financeiros são administrados, viabilizando o financiamento da acumulação do capital por endividamento bancário, a taxas de juros baixas e controladas pelas autoridades monetárias⁵⁹ – segue-se uma fase na qual a dinâmica macroeconômica internacional sofre modificações substanciais.

Os processos de liberalização, desintermediação, desregulamentação e integração dos mercados financeiros, que caracterizam esta nova etapa, fazem com que os fluxos financeiros internacionais sofram uma explosiva progressão, numa tal magnitude que não mais pode ser relacionada às necessidades da economia mundial (Chesnais, 1994, *apud* Plihon, 1995).

Nesse novo contexto, os mercados financeiros organizados e as organizações financeiras não-bancárias tornam-se as instituições financeiras dominantes, o que significa alterações no *modus operandi* do próprio sistema, em função das mudanças nas relações de endividamento e na lógica empresarial mundial, que passa a privilegiar o rentismo e promove alterações substanciais na forma como as empresas se financiam. Utilizando-se da terminologia proposta por Hicks (1974) – segundo o qual existe a possibilidade da economia ser financiada por endividamento (*overdraft economy*) ou por meio de fundos próprios (*autoeconomy*) – é possível afirmar que a tendência geral é uma expressiva elevação do autofinanciamento e uma relativa diminuição do financiamento por endividamento bancário.

⁵⁹ Ver Plihon, 1998.

Segundo a classificação de Pollin (1992, *apud* Plihon, 1998) seria possível distinguir três categorias de créditos bancários, segundo seu destino: (a) para financiar o aumento do capital produtivo (*crédit productif*); (b) para financiar a aquisição de ativos patrimoniais (financeiros), com o objetivo de realizar mais-valias futuras (*crédit spéculatif*) e (c) para financiar as despesas correntes dos agentes não-financeiros que não podem ser efetuadas com recursos próprios (*crédit substitutif*).

À época em que os bancos se colocam como os principais agentes do sistema financeiro, o financiamento do investimento se realiza por intermédio dos *crédits productifs*. Em períodos de crise aumenta também o volume de *crédits substitutifs* para promover a retomada do crescimento. No atual contexto mundial, os bancos não são mais capazes de desempenhar esse papel de promotor do desenvolvimento. Ao contrário, para manter seu *market share*, o caminho encontrado é a diversificação de atividades: para reconstruir rapidamente suas margens se lançam em operações arriscadas nas quais predominam a busca pela realização de mais-valias futuras (*crédits spéculatifs*).

A referida elevação do autofinanciamento potencializa modificações nas relações dentro das empresas, que deixam de ser vistas como uma comunidade de interesses (interações entre acionistas, dirigentes e assalariados com o objetivo de preservar a repartição do valor agregado); passa a ser dada importância quase que exclusiva aos acionistas.

Essa dominância dos financistas induz a que se priorize a rentabilidade financeira da empresa: movimento de "financeirização" da gestão das empresas. O objetivo das firmas passa a ser a maximização do valor acionário, por meio de práticas como fusões e aquisições, valorizações do *savoir faire* (reconcentração nas ocupações principais), reduções na intensidade de capital, etc. (Plihon, 1998).

Os movimentos de desregulamentação e desintermediação das atividades financeiras, fatores determinantes para a diminuição da importância dos empréstimos bancários, contribuem sobremaneira para o acirramento das pressões competitivas e para o conseqüente incremento do financiamento direto e da participação das instituições financeiras não bancárias, que atuam no mercado de capitais e respondem às novas necessidades das empresas em matéria de gestão de títulos e serviços financeiros, absorvendo parte dos negócios tradicionais dos bancos. Estes, como forma de preservar espaço, passam a atuar cada vez mais como prestadores de serviços, assumindo riscos e desenvolvendo novas práticas financeiras de natureza especulativa.

"As mudanças financeiras colocam os bancos numa situação desconfortável. Sua função tradicional de intermediários, conceder crédito e receber depósitos, foi atacada por dois lados. Os financiamentos via mercado fizeram-lhes perder bons clientes entre as grandes empresas. Instrumentos de aplicação mais rentáveis desviaram a poupança das famílias, que abandonaram parcialmente os depósitos. Para resistir a esta pressão concorrencial, os bancos tiveram que comprimir suas margens de lucros e redirecionar sua atividade para os novos campos abertos pela inovação financeira" (Aglietta, 1995:36).

O aumento expressivo das atividades no mercado de capitais e do comércio de títulos tem no movimento de securitização – entendida como qualquer operação financeira realizada através de emissão de títulos próprios destinada à captação de recursos – um dos principais veículos⁶⁰. A particularidade deste instrumento e em grande parte responsável pela elevação de sua demanda está relacionada a fatores como maior liquidez dos títulos da dívida direta (existência de mercados secundários desenvolvidos) e diluição de riscos (emissões "pulverizadas" entre um maior número de instituições financeiras) (Ferreira, 1995).

⁶⁰ Inicialmente, o conceito de securitização refere-se à transformação de empréstimos bancários em títulos negociáveis. Entretanto, dado a importância do financiamento por meio da venda de títulos negociáveis, a securitização passa a ser identificada apenas com as operações de emissão de títulos (Boissieu, 1994).

Um dos tipos de instrumentos que têm se destacado no financiamento por intermédio de emissão de títulos são os bônus⁶¹, cuja tendência de crescimento está associada, dentre outros fatores, à criação de sistemas de compensação (*euroclear* e *cedel*), à não cobrança de imposto de renda na fonte (*eurobônus*), ao fato de ser um instrumento de longo prazo na forma ao portador e ao aumento de participação dos investidores institucionais, seus maiores demandantes (Ferreira, 1995).

A emissão internacional de valores mobiliários, principalmente títulos negociáveis como bônus e ações, representa um movimento que está associado ao próprio cenário financeiro internacional, no qual o peso do mercado de capitais se torna determinante e os investidores institucionais – representados por companhias de investimento, seguradoras e fundos de pensão – assumem um importante papel, principalmente em economias cujas estruturas de financiamento não estão, historicamente, relacionadas à intermediação bancária, como as economias anglo-saxã e norte-americana, por exemplo.

A elevação da participação dos investidores institucionais tem incrementado as aplicações de portfólio – estas geralmente possuem um alto grau de internacionalização, o que conseqüentemente potencializa um aumento da instabilidade, dado que os investidores freqüentemente alteram o seus níveis e graus de cobertura contra os riscos de taxas de juros e de câmbio mudando de uma divisa à outra – que passam a predominar frente às operações produtivas.

⁶¹ O mercado de bônus internacionais comporta uma grande variedade de opções de emissão: (i) títulos com taxas nominais fixas (*strights*) e flutuantes (*floating rate notes*); (ii) bônus conversíveis (em tempo e forma, como, por exemplo, em ações) e; (iii) bônus com opções (*warrants*), que apresentam grande flexibilidade, uma vez que admitem a possibilidade de adquirir algum outro ativo, como ações e *commodities*, por exemplo. Para maiores detalhes, ver BNDES (1991).

O crescimento vertiginoso dos recursos centralizados por tais agentes está particularmente associado ao desenvolvimento da gestão coletiva da poupança; conquanto no passado os acionistas das empresas estavam dispersos entre poupadores individuais, na atualidade são o conjunto de investidores que detêm uma parcela crescente do capital das empresas⁶².

Do total de recursos dos investidores institucionais, os fundos de pensão apresentam uma maior participação relativa. Em função da estabilidade de suas fontes correntes de recursos, costumam ser mais diretamente associados aos investimentos de longo prazo. Entretanto, ultimamente percebe-se que como as outras instituições, os fundos de pensão estão distanciando-se das inversões de longo prazo para se aproximar do comportamento geral (*short termist view*), cuja lógica está associada à busca de maior rentabilidade e menor prazo (o *turnover* de retenção dos ativos tem sistematicamente caído). Amplia-se assim o direcionamento dos ativos dos fundos de pensão para aplicações de curto prazo de retenção – como por exemplo em ações. Segundo Guttman (1997), em média, os fundos de pensão e os investidores institucionais em geral, vendem após um ano, aproximadamente 40% de suas ações⁶³.

Essas modificações geram conseqüências importantes que rebatem sobre as questões relativas ao padrão de financiamento atual – o mercado acionário, enquanto pilar central de formação de *funding*, demonstra estar cada vez mais limitado – e potencializam as condições de volatilidade no mercado de ativos dos países nos quais os fundos têm uma participação relevante no total de ativos financeiros (Plihon, 1998).

⁶² A parcela das ações detidas pelos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro) nos Estados Unidos passa de 5% em 1946 para mais de 50% em 1996 (Plihon, 1998).

⁶³ Outros fundos de destaque são: (i) os *hedge funds* (ou fundos de alta performance), cuja composição de carteira segue as características dos fundos mútuos convencionais - o capital próprio se configura como passivo dividido em cotas – distinguindo-se pelo fato de contrair empréstimos bancários a partir de sua própria base de capital. Com isso, este instrumento se torna, em geral, bastante alavancado e fortemente especulativo, assumindo o papel de *market leaders* nos mercados internacionais de divisas e; (ii) os *Mutual Funds*, cujos ativos passam, entre 1988 e 1993, de US\$ 1,8 a US\$ 3 trilhões, sendo US\$ 2,1 trilhões somente nos Estados Unidos (Ferreira, 1995).

O caráter eminentemente especulativo dos instrumentos e aplicações, se por um lado possibilita a realização de ganhos rápidos de capital por parte das empresas, ao mesmo tempo permite que estas se confrontem mais diretamente com os riscos da iliquidez e àqueles inerentemente associados à própria natureza das atividades realizadas, como por exemplo, variações de câmbio e juros que repercutem na rentabilidade das empresas.

Frente a esse quadro, a gestão dos riscos torna-se elemento central na administração financeira das empresas: *"Atualmente os mercados de swaps, opções e futuros possibilitam o encurtamento dos prazos das operações e proteção contra os riscos de significativa volatilidade das taxas de juros e câmbio. A utilização conjugada tanto dos investimentos de proteção contra o risco de preços (câmbio e juros) quanto da securitização permitem uma infinidade de combinações, dando origem a operações que apresentem uma grande flexibilidade em termos de prazo, risco e remuneração"* (BNDES, 1991).

Nesse contexto altamente especulativo, torna-se evidente a instabilidade do sistema, relacionada diretamente ao descolamento dos fluxos financeiros da economia "real". Associem-se a isto níveis elevados das taxas de juros reais e o resultado é o baixo nível da atividade produtiva das economias capitalistas⁶⁴.

⁶⁴ A proliferação de títulos negociáveis e a dominância do mercado de capitais, simultaneamente à diminuição da importância dos bancos, por sua vez, minimizam a possibilidade de monitoramento de riscos por parte dos bancos centrais e órgãos de regulação, posto que o conjunto de intermediários se amplia e os instrumentos tradicionais da política monetária perdem sua eficácia: *"A liberalização financeira ocasiona a supressão de um dos principais instrumentos de controle: as intervenções sobre o mercado cambial. Os outros instrumentos, como manipulação das taxas de juros e nível de reservas cambiais em posse dos bancos centrais, demonstram pouca eficácia frente a movimentos especulativos. O resultado é a constatação de que as políticas monetárias tornam-se ineficazes (...) e os mercados financeiros (...) tornam-se sujeitos ao risco sistêmico"* (Aglietta et al, 1990).

Em termos práticos, o alto nível das taxas de juros reais conduz a um encarecimento do crédito: o custo do endividamento é superior ao rendimento antecipado do capital produtivo (efeito de alavancagem negativo). Por outro lado, induz a um encurtamento do horizonte econômico (o preço do futuro, medido pela taxa de juros, aumenta) privilegiando opções de curto prazo frente a projetos de investimento de longo prazo; ou seja, realizar ganhos de capital a fundar investimentos produtivos (Plihon, 1998).

Essa nova institucionalidade global, claramente se faz presente na Alemanha, particularmente a partir dos anos 90. Mas, por uma série de características institucionais, esse movimento apresenta-se de uma forma diferenciada, dado que contrapõe-se diretamente ao padrão histórico de gestão empresarial e do financiamento do investimento alemão, no qual os empréstimos bancários assumem importância decisiva e o modelo de administração das empresas considera a relevância de todos os agentes, sejam financistas ou trabalhadores (o chamado *stakeholder model*, a ser detalhado).

2.2 – O lado da Oferta: As instituições bancárias e não bancárias e o Financiamento do Investimento

Os recursos externos necessários ao financiamento do investimento são obtidos por meio das instituições financeiras bancárias e não bancárias⁶⁵. Esses canais de financiamento, na literatura econômica, freqüentemente são contrastados como possibilidades alternativas de obtenção de crédito: vários estudos não somente se apoiam nesta dicotomia como usualmente associam países a determinados padrões de sistemas financeiros. Assim, os sistemas financeiros alemão e anglo-saxão são relacionados, respectivamente a débitos bancários (*bank-based system*) e a créditos, obtidos via mercado de capitais (*market-based system*) (Zysman, 1983).

Estudos mais recentes têm se afastado desta dicotomia e focado suas análises em aspectos como grau de desenvolvimento dos sistemas financeiros (Beck e Levine, 2000 e La Porta *et al.*, 1998), relações de propriedade entre bancos e empresas (Akiüz, 1993), institucionalidades e particularidades das atividades econômicas (Mayer, 1997 e Shleifer e Vishny, 1997).

Sholtens (1997), ressalta que a distinção geralmente feita entre débitos e créditos (ou correspondentemente, bancos *versus* mercado) não se sustenta⁶⁶, defendendo que finanças diretas e indiretas ocorrem juntas em quase todas as economias e que em vários países, os mercados de ações são dominados por bancos, particularmente quando do lançamento destas.

⁶⁵ Essas instituições financeiras buscam não somente canalizar os recursos para as melhores oportunidades de lucro (função de seleção), mas também assegurar que este fundos sejam bem utilizados (função de monitoração) (Stiglitz, 1991).

⁶⁶ De acordo com Braga (1993:28), atualmente tem se tornado difícil pensar em mercados “puros” (ou bancos, ou mercados de capitais), verificando-se uma tendência no sentido da redução de fronteiras entre estes sistemas, “ainda que em cada país isto esteja ocorrendo com formas e ritmos diferenciados”.

Porém, uma outra linha que rejeita a crítica à dicotomia, utiliza-se de tal polarização para avaliar a eficácia dos sistemas financeiros, contrapondo os sistemas nos quais prevalecem os bancos àqueles que priorizam o mercado de capitais.

A vertente de analistas que defende uma maior eficiência relativa do sistema bancário (utilizam-se do sistema alemão como referência), o fazem com base nos seguintes aspectos: (a) os fundos para investimento são ofertados de modo mais eficaz como consequência da capacidade dos bancos em resolver problemas associados a informações assimétricas entre poupadores e investidores, permitindo-lhes aumentar a oferta de recursos para as empresas a um baixo custo, incrementando, desta forma, o investimento e (b) o fato dos bancos possuírem um sistema considerado eficiente de monitoramento das empresas, em relação ao mercado de capitais, que em geral é visto como incapaz de monitorar a aplicação dos fundos por parte das firmas: tendencialmente os investidores não têm incentivos para gerar informações sobre as firmas (*free-rider*) nem para monitorá-las.

Os defensores dos sistemas baseados em bancos ressaltam que o problema de assimetria informacional entre administradores e investidores, tão comum em sistemas com base no mercado, pode ocasionar uma série de dificuldades, tais como o levantamento de fundos por parte das empresas, a avaliação correta dos investimentos realizados e a convergência dos interesses entre as partes. Estas situações induzem os administradores a investir em projetos de baixo risco e retorno rápido para atrair investidores (síndrome do curtoprazismo), deixando de lado projetos de perfis mais longos, embora mais lucrativos.

Esses problemas tendem a desaparecer em economias que possuem o sistema financeiro baseado em crédito bancário e que apresentam uma forte relação banco-indústria, dados os importantes incentivos que os bancos têm para buscar informações sobre as empresas e financiar projetos de mais longa maturação – via mecanismos como o *stage finance*, por exemplo, no qual os investidores ampliam gradualmente os

recursos disponíveis sobre o projeto à medida que ele se desenvolve e mais informações são disponibilizadas (Stulz, 2000).

Entretanto, a suposta supremacia do *bank-based Germany system* não é uma unanimidade. Paradoxalmente, as críticas recaem principalmente sobre o poder que os bancos exercem sobre as empresas: ao contrário do que se propaga, geraria não somente monitoramentos ineficazes, dado o estreito relacionamento entre as partes mas, sobretudo, distorções na alocação de recursos.

Também por conta desta proximidade há autores que assinalam a possibilidade de uma tendência de empresas e bancos se tornarem mais vulneráveis frente às flutuações do ciclo econômico, bem como a maior possibilidade de situações de sobreinvestimento e risco moral, inclusive devido à forte presença estatal (Edwards e Ogilvie, 1996 e Carlin e Mayer, 1999).

Outro ponto destacado é a inexistência de evidências empíricas que comprovem a maior eficácia do sistema alemão, uma vez que os estudos comparatórios entre os modelos germânico e anglo-saxão, por exemplo, costumam tomar a forma de simples correlações, envolvendo a observação dos investimentos e nível de crescimento entre a Alemanha e a Grã-Bretanha, ignorando a existência de muitas outras diferenças (e possíveis influências) entre Alemanha e Inglaterra que podem determinar a performance da economia (Edward e Fischer, 1994)⁶⁷.

De toda esta discussão acerca da possibilidade de sistemas mais eficientes que outros, polarizando entre os que prevalecem a estrutura de mercado *versus* sistemas fundados em bancos, a nosso ver, entende-se que as importantes e decisivas diferenças que existem entre as estruturas financeiras e as organizações industriais – como por exemplo, a composição do cenário corporativo, o arcabouço legal, a estrutura de propriedade, a densidade e profundidade dos mercados de capital –, relacionadas a

⁶⁷Sobre o assunto, ver também Edwards, J. e S. Ogilvie (1996).

distintos desempenhos macroeconômicos, impedem afirmações categóricas acerca da existência de sistemas de financiamento mais eficazes do que outros, embora seja inegável o financiamento do investimento alemão, por meio de créditos bancários, assumir um papel fundamental na promoção do desenvolvimento econômico.

Tenha ou não desempenhado o papel central atribuído por muitos analistas, a relevância das instituições bancárias no desenvolvimento da economia e sua predominância histórica no cenário financeiro alemão podem estar comprometidas frente ao novo contexto financeiro internacional que prioriza os investidores institucionais e o mercado de capitais, alterando-se o modo como os investimentos são financiados.

Segundo Aglietta (1995), essas alterações, embora determinantes, não são capazes de anular as diferenças institucionais entre os sistemas financeiros centrais, prevalecendo características que indicam a tendência de os países nos quais a importância relativa dos mercados de crédito bancário é maior serem mais favoráveis ao financiamento dos investimentos. Resta saber, entretanto, se para o caso alemão essas mudanças, principalmente a partir das grandes modificações dos anos 90, mostram-se disruptivas a ponto de alterar sobremaneira o arcabouço institucional.

2.2.1 – As instituições financeiras não bancárias: investidores institucionais e mercados de capitais

Tradicionalmente, investidores institucionais e mercado de capitais têm assumido pouca importância no cenário financeiro e corporativo alemão. Nos últimos anos, porém, verifica-se uma tendência ao crescimento e à integração internacional destas instituições financeiras.

Este movimento, embora recente, tem determinantes que datam de fins da década de 70, quando ocorre uma série de reformas na regulação do sistema financeiro

alemão no sentido da abertura: em 1976, determina-se a liberdade de estabelecimento de bancos estrangeiros na Alemanha; em 1981 abolem-se os controles de capitais; em 1987, regula-se o mercado de capitais com o propósito de permitir o acesso a baixos custos e, nos anos seguintes, para tornar factível esta proposta, realizam-se alterações importantes, como a ampliação do horário de funcionamento e a informatização das bolsas, a possibilidade de transações com bônus federais, o funcionamento dos mercados de opções e futuros (Buch e Golder, 2000).

Somente na década dos 90, entretanto, busca-se efetivamente tornar a Alemanha um centro financeiro competitivo. Em 1990 ocorre o primeiro ato de promoção dos mercados financeiros e a partir de então, uma série de incentivos é criada no sentido de diminuir os custos de transação das operações financeiras: (i) abolição dos impostos sobre transações de capital (*stock turnover tax*, *company tax* e taxa do selo); (ii) fim da exigência de autorização para emitir títulos (*Emissions-Genehmigungsverfahren*); (iii) facilidades para a abertura de sociedades anônimas; (iv) facilidades para as empresas listarem-se nas bolsas e (iv) queda do preço mínimo das ações (de DM 50 para DM 5) (Deutsche Bundesbank, 2001c e Nassuno, 1998). Em 1998, por meio da 3ª. Lei de Promoção dos Mercados de Capitais, busca-se acelerar o processo de desregulamentação do mercado de capitais.

O processo atual de “institucionalização” do mercado de capitais alemão está ocorrendo em dois níveis: (i) os investidores individuais estão utilizando-se crescentemente dos instrumentos negociados neste mercado e ; (ii) ao invés de fazer investimentos diretos, a maior parcela dos investidores individuais utiliza-se dos investidores institucionais (com grande destaque para a participação dos bancos nessas atividades, além das companhias de seguro e fundos de investimento) para realizar negócios no mercado de capitais. A tendência dominante é de uma intermediação nos mercados de capitais.

Outro aspecto de destaque é o movimento de internacionalização dos mercados de títulos que, dentre outros parâmetros, pode ser avaliado por intermédio do volume de negócios. Este, nos últimos anos, apresenta um desenvolvimento notável: o valor de compras de títulos estrangeiros por investidores domésticos aumenta em mais de 10 vezes nos últimos 5 anos, totalizando um trilhão de euros em 2000. O mesmo volume de ações alemãs é comprado por investidores estrangeiros neste ano. O mercado de *bonds* demonstra tendência ao crescimento, embora menos acentuada que o mercado de ações (*Deutsche Bundesbank*, 2001c).

Uma série de restrições da legislação alemã (principalmente os princípios sobre solvência e liquidez) impede um processo mais acentuado de internacionalização. A tendência é que estes impedimentos tornem-se menores em função da união monetária e da institucionalização dos investimentos. Espera-se também que o grupo de investidores institucionais, dado a sua importância no mercado de títulos, aposte nos títulos estrangeiros (*Deutsche Bundesbank*, 2001c).

O movimento no sentido do crescimento e da internacionalização dos mercados financeiros na Alemanha, porém, mostra-se incapaz de anular o grande *gap* ainda existente em relação aos padrões dos países centrais (a ser visto na seqüência).

2.2.1.1 – Os investidores institucionais: a “intermediação” e a preferência pelos fundos de investimentos

Há uma correlação positiva entre o crescimento dos negócios nos mercados de capitais alemão e a elevação da intermediação de investidores institucionais. Estes, em 1999, respondem por cerca de 43% do total de ativos domésticos negociados sob a forma de ações, contra 26% do início da década (*Deutsche Bundesbank*, 2001a).

Tais investidores institucionais – essencialmente companhias de seguro e fundos administrados de investimento, juntamente com os bancos – utilizam-se crescentemente dos fundos de investimento⁶⁸ como o principal canal para as transações nos mercados de títulos: ao final de 2000, os certificados de fundos especiais sustentados pelas instituições de crédito e companhias de seguro somam 81 bilhões de euros e 196 bilhões de euros, respectivamente (*Deutsche Bundesbank*, 2000).

Segundo relatório do *Deutsche Bundesbank* (2001), são várias as explicações para a elevação da utilização destes fundos e da intermediação dos investidores institucionais: (i) a queda nos custos de informação e transação devido aos avanços nas tecnologias de informação e comunicação favorece os fundos administrados profissionalmente no mercado de capitais; (ii) os fundos podem alcançar economias de escala, dada as possibilidades de estratégias de investimento, especialmente a diversificação, não disponíveis para os investidores individuais; (iii) por intermédio dos fundos, os poupadores individuais tornam-se aptos a investir indiretamente em um amplo escopo de oportunidades de investimento, incluindo mercados de capitais de difícil ou impossível acesso; (iv) estes fundos permitem complexas estratégias de *hedging* envolvendo o uso de derivativos e (v) os investidores individuais buscam os fundos porque acreditam que os administradores de carteira são hábeis em realizar lucros acima da média em função da experiência e conhecimento do mercado.

⁶⁸ Os fundos de investimento na Alemanha são de dois tipos: abertos ao público em geral e especializados, cujos certificados são comprados por investidores institucionais e que compreende basicamente *securities*: ações, bônus ou mistos. O crescimento dos fundos especializados está associado diretamente a facilidades na regulação. Segundo Nassuno (1998), desde 1990 é possível criar fundos especializados sem autorização do BAKred, em contraste com os fundos abertos, que dependem de regulamentação.

2.2.1.2 – O mercado de capitais: predominância dos *bonds*

Nos anos 90, o mercado de *bonds* assume um papel de liderança no mercado de títulos. Para dar uma dimensão da importância desse instrumento financeiro na Alemanha, as tabelas abaixo fazem um comparativo desse mercado em relação ao mercado de ações para alguns países selecionados.

Tabela 6 - Características do mercado de ações para alguns países selecionados (em 1995).

Características	Alemanha	Japão	Reino Unido	Estados Unidos
Total de praças (mercados financeiros)	8	8	5	8
No. De firmas registradas	1.622	3.013	2.502	8.432
- das quais estrangeiras	944	77	531	705
Capitalização no mercado (em U\$ bi)	577	3.667	1.347	8.473
Capitalização no mercado (como % do PIB, 1994)	24	86	107	61
Comércio de ações (em U\$ bi)	594	1.146	1.153	5.660
Concentração de mercado (% de ações dos 05 maiores fundos no total da capitalização no mercado) (em U\$ bi)	67	51	72	58

Fonte: Sholtens (1997).

Tabela 7 - Características do mercado de *bonds* e debentures para alguns países selecionados (em 1995)

Características	Alemanha	Japão	Reino Unido	Estados Unidos
No. de firmas listadas	22.280	2.361	6.954	2.170
- das quais estrangeiras	1.034	104	3.260	201
- Setor público	1.573	247	184	785
Valor de mercado (em U\$ bilhões)	2.181	3.887	998	2.748
Valor de mercado (retorno médio diário em U\$ bilhões, abril 1995)	90	82	85	35

Fonte: Scholtens, 1997.

Os dados demonstram que o mercado de *bonds* apresenta um desenvolvimento expressivo, ao contrário do mercado de ações, que possui um certo atraso em relação aos padrões internacionais.

O crescimento do mercado de *bonds* ocorre essencialmente durante os anos 90: no final de 1998, os mercados de papéis e *bonds* respondem por cerca de 2 trilhões de euros (para o mesmo período, os empréstimos bancários totalizam 2.6 trilhões de euros) e em 1990, as transações neste mercado representam cerca de metade do volume dos empréstimos bancários: 0.7 trilhões de euros versus 1.7 trilhões de euros (*Deutsche Bundesbank*, 2000).

Esta estrutura de dívidas, considerando os setores da economia, mostra-se bastante diferenciada quando o parâmetro de comparação são outros países, conforme tabela abaixo.

Tabela 8 - Dívidas securitizadas para países selecionados (meados de 1999)

	Alemanha	Japão	Estados Unidos	Reino Unido
Empresas (a)				
- em bilhões de euros	52	727	2.747	260
- como % PIB	3	20	34	20
Bancos				
- em bilhões de euros	1.233	342	220	-
- como % do PIB	33	6	5	-
Setor Público				
- em bilhões de euros	763	3.749	3.146	450
- como % do PIB	65	77	58	50

Fonte: Deutsche Bundesbank (2000:25).

Notas: (a) emissões domésticas e estrangeiras.

De acordo com os dados, as dívidas securitizadas das empresas, para 1999, respondem por cerca de 3% do PIB na Alemanha (contrastando com os 34% dos EUA e 20% do Reino Unido). Contrariamente, a fatia de mercado das dívidas securitizadas

dos bancos na Alemanha respondem por cerca de 33% (contrapondo-se aos 5% dos EUA). As dívidas do setor público, entretanto, possuem um nível similar aos outros países industrializados em questão.

O mercado de ações na Alemanha – a despeito do desenvolvimento pouco expressivo se comparado aos padrões internacionais, como visto – a partir de 1997 começa a apresentar uma tendência no sentido do crescimento, em função da criação do *Neuer Markt*. Este “novo mercado” surge paralelo ao DAX 30 (principal índice de preços de ações das 30 empresas mais lucrativas – *blue chips*) como forma de permitir acesso ao mercado de títulos às empresas recentemente estabelecidas e inovativas (estas pertencem principalmente aos segmentos de telecomunicações e *software*).

De acordo com Aldrighi (2000), em 1999, este mercado é responsável por um volume de negócios da ordem de 8 bilhões de euros⁶⁹.

⁶⁹ Segundo o autor, o surgimento deste mercado tem sido saudado por alguns observadores como uma evidência de que o *gap* (no mercado de capitais) entre o padrão alemão e o padrão anglo-saxão, estaria fechando-se, a despeito do imenso hiato que separa o *Neuer Markt* do seu equivalente americano Nasdaq, por exemplo.

2.2.2 – As instituições bancárias: Estratégias Financeiras e Oferta de Crédito

“os fluxos de investimentos reais não são normalmente empreendidos até que os arranjos financeiros bancários de curto termo tenham sido feitos” (Davidson, 1986:101).

A estrutura bancária cumpre um papel fundamental no estabelecimento das condições de financiamento e na determinação do nível de atividade econômica (Hilfreding, 1963). Estas funções estão diretamente associadas ao contexto e ao momento histórico, os quais determinam o comportamento dos bancos e, correspondentemente, a oferta de crédito (Minsky, 1986 e Chick, 1994).

Considerações de ordem histórica e institucional são ressaltadas no esforço teórico empreendido por Chick (1994) que, a partir das categorias keynesianas, propõe-se a avaliar o desenvolvimento do sistema bancário, ressaltando a importância e as conseqüências da evolução dos bancos para a teoria da poupança e do investimento.

De acordo com essa teoria, no estágio inicial do sistema bancário, as instituições funcionam basicamente como receptoras de poupança, limitando-se a receber depósitos e emprestar os recursos captados (são dependentes dos depósitos para formar reservas e emprestar). Os empréstimos são geralmente de pouco vulto, dado o risco de iliquidez, uma vez que o próprio sistema monitora sua condição de liquidez.

Na fase seguinte (estágio 2), o sistema bancário torna-se mais concentrado e os recursos, na forma de empréstimos, retornam ao sistema sob a forma de depósitos – torna-se muito maior o volume de redepósitos –, aceitos como meios de pagamentos. Nessa etapa verifica-se o surgimento do multiplicador bancário, dado que as operações ativas podem atingir múltiplos do volume de reservas em caixa, embora o papel dos bancos ainda se mostre passivo quanto ao ritmo de captação.

Na etapa subsequente (estágio 3), o aspecto mais relevante diz respeito ao desenvolvimento do mercado interbancário – os bancos trocam entre si reservas para

nivelar os coeficientes de liquidez que são fixados legalmente ou por convenção—, conferindo grande elasticidade na concessão de crédito ao sistema bancário (a despeito de, em um momento posterior, verificar-se a ocorrência de controles diretos de crédito).

Na fase que se segue (estágio 4), consolida-se plenamente a função de prestador em última instância por parte dos bancos centrais e os bancos passam a emprestar acima do volume corrente de reservas, ficando limitados apenas por condições de rentabilidade – comparação entre o custo adicional de se obter reservas e a receita marginal de emprestar. A expansão de reservas pode ser limitada caso haja imposição de custos suplementares das mesmas (por meio da utilização de taxas de penalização, por exemplo).

No estágio 5, verifica-se a ocorrência de uma maior competição entre os bancos, que cada vez mais disputam entre si os depósitos (inclusive com outras instituições financeiras). Os bancos engajam-se em processos de administração de passivos (*liability management*), induzindo a que se torne cada vez menor a dependência do racionamento de reservas, imposto pelo banco central, ao sistema bancário. O controle monetário passa a ser administrado por meio das condições de rentabilidade dos bancos. A diferença deste estágio para os anteriores é a *“ausência de uma atitude passiva em relação a qualquer um dos lados do balanço dos bancos”* (Chick, 1994:16)⁷⁰.

O acirramento da competição referido no estágio 5 intensifica-se sobremaneira no contexto atual de globalização financeira. Os bancos, como estratégia para manter a sua posição (e como toda empresa, de preferência, expandi-la), ativamente buscam novas fontes de recursos e desenvolvem novos instrumentos financeiros –

⁷⁰ Ferreira (1995), utilizando-se de outras referências (Chick, 1986, 1988), ressalta um sexto estágio, no qual os ativos bancários passam a ser cotados a taxas de mercado e que em função de variações nas taxas de juros, acabam por ter seus preços afetados, induzindo a alterações na rentabilidade dos bancos. Nesta etapa ocorre também uma elevação de operações não contabilizadas no balanço (*off-the-balance-sheet*) com o intuito de contornar os requisitos de capitalização impostos pelas autoridades.

principalmente técnicas de administração de passivos, aumentando sua razão de alavancagem: “os *bancos e banqueiros não são gerentes passivos da moeda para emprestar ou para investir; eles estão em negócios para maximizar lucros. Eles solicitam ativamente empréstimos a clientes, empreendendo compromissos financeiros, construindo conexões com negócios e outros banqueiros e procurando fundos* (Minsky, 1986:230).

No caso da estrutura bancária alemã, a estratégia em resposta ao acirramento da concorrência está na busca por novas fontes de recursos, principalmente no mercado de títulos.

2.2.2.1 – O sistema bancário alemão em um contexto de liberalização: concentração e novas áreas de atuação

As mudanças pelas quais passa a estrutura bancária alemã, principalmente nos anos 90 (embora na década anterior as pressões por alterações claramente fazem-se sentir), têm vários condicionantes, internos e externos. Dentre estes, a tendência mundial de liberalização apresenta-se como o fator *per excellence*.

O movimento de globalização financeira e a abertura dos mercados em escala mundial afetam diretamente o padrão de concorrência no interior do sistema bancário alemão, o qual, até então, apresenta um nível relativamente baixo de internacionalização e uma estrutura bastante segmentada no que se refere ao escopo de atividades. Em outras palavras, as diferentes categorias bancárias tradicionalmente têm claro os seus limites de atuação e, estes, basicamente concentram-se no mercado interno –exceção feita aos grandes bancos, não obstante, o grande *gap* que os separa do padrão mundial – o que na prática significa um padrão de concorrência pouco agressivo.

Com o acirramento da concorrência direta –a abertura do mercado não somente traz consigo concorrentes externos, mas também o crescimento da participação relativa das instituições não bancárias, principalmente investidores institucionais e mercado de capitais, que até então apresentam pouca importância no cenário financeiro– os bancos alemães se vêem obrigados a mudanças no sentido de manter seu *market share*.

As pressões competitivas sofrem forte influência dos fatores externos, associados principalmente aos esforços de acelerar a integração nos mercados europeus de serviços financeiros (*EU Single Market Programme*) e aos avanços tecnológicos. Estes dois movimentos conjugados conduzem a uma grande transparência do mercado, facilitando o acesso ao mercado de capitais. No aspecto interno, fatores relacionados ao processo de concentração também contribuem sobremaneira para este movimento de acirramento da concorrência.

A despeito de todos estes elementos, pode-se antecipar que os bancos obtêm sucesso frente a este quadro: o ambiente altamente competitivo não é capaz de inibir a importância dos bancos e este fato explica-se por razões e características do próprio sistema bancário (Bundesbank, 2000, 2001).

2.2.2.1a – A Estrutura atual do sistema bancário e o processo de concentração

Aspectos tradicionais caracterizam a atual composição do sistema bancário alemão: o relativamente alto *market share* do setor público e a considerável densidade e amplitude das relações “*hausbank*” (relações profundas entre o setor bancário e as empresas, a detalhar no próximo item).

Outro aspecto que caracteriza este formato institucional é o movimento no sentido da concentração do sistema bancário (ver tabela abaixo).

Tabela 9 - Número e percentual do total de ativos de todos os bancos (em dezembro 2000)

Tipo de bancos	Agregado		Categorias					
			Pequenos		Médios		Grandes	
	Número	% de ativos	Número	% de ativos	Número	% de ativos	Número	% de ativos
- Bancos de Poupança	562	15.9	185	1.4	337	9.3	40	5.3
- <i>Länd Banks</i>	13	20.4	0		0		13	20.4
- Bancos Cooperativos	1.792	8.9	1.658	5.2	128	2.9	6	0.9
- Instituições Centrais dos Bancos Cooperativos	4	3.8	0		0		4	3.8
- Todos os outros bancos (1)	338	51.0	189	0.7	76	2.5	73	47.8
Total	2.709	100	2.032	7.3	541	14.7	136	78.2

Fonte: Deutsche Bundesbank, 2001c:56

Notas (1) Inclui bancos comerciais (grandes bancos, bancos regionais, bancos estrangeiros e banqueiros privados, que em dezembro de 2000 totaliza 314 instituições).

Comparando estes dados com os disponíveis na tabela 3, constata-se que o processo de concentração não deve ser associado exclusivamente às mudanças no cenário financeiro dos anos 90. Este é um movimento que ocorre desde o pós segunda guerra. O setor cooperativo responde por uma grande parcela do processo: em comparação com o ano de 1988, há uma redução de cerca de 90% do número de bancos que compõe este setor. Para o total de bancos, a redução se aproxima de 60% (diminui de 4.300 instituições para 2.709).

Os dados relativos ao ano de 2000 demonstram que cerca de 75% do total de bancos é composto por instituições de pequeno porte. Esta categoria está claramente concentrada no setor de poupança ou cooperativos⁷¹.

Os setores de bancos de poupança ou cooperativos possuem fortes relações com suas instituições centrais: em média, os bancos de poupança mantêm 65% de seus

⁷¹ Segundo o Bundesbank (2001:59), "esta dominância das pequenas instituições, demonstra que o processo de concentração deve ser visto primeiramente de um ponto de vista de aumento de eficiência e menos como um processo de concentração no sentido de uma ameaça à competição".

balanços interbancários com os *land banks* (58% na forma de saldos de curto prazo) e recebem, em média, 59% destas instituições. Os bancos cooperativos mantêm uma proporção ainda maior junto às instituições centrais (em média 90%, sendo 67 % na forma de saldos de curto prazo), recebendo cerca de 75%. Em ambos os setores, os empréstimos das instituições centrais são predominantemente de longo prazo. Neste sentido, é possível afirmar que subestruturas sustentam principalmente termos de curto prazo com as superestruturas e em troca recebem empréstimos de longo prazo (Deutsche Bundesbank, 2001b)⁷².

Por intermédio dos dados é possível confirmar a importância dos bancos públicos, dada a preponderância desse setor nas quatro primeiras classes listadas na tabela acima.

O processo de concentração está também relacionado à distribuição do *market share*: os 5 maiores bancos respondem por cerca de 21% do mercado total (contra 16% no final de 1993 e 19% no final de 1998)⁷³.

Simultaneamente ao processo de consolidação do sistema bancário, constata-se um movimento no sentido de focar em novas áreas de atuação. Nos anos recentes, a participação dos bancos em operações de financiamento sofre uma queda acentuada, aumentando o volume de transações com títulos, possível graças à estrutura do sistema financeiro alemão.

⁷² Para entender o processo de transformação no interior destes setores, ver o *Monthly Report* do *Deutsche Bundesbank* de janeiro de 2000.

⁷³ Entretanto, este montante está muito abaixo dos padrões internacionais: na Europa, a média de fatia de mercado para os cinco maiores bancos foi próxima a 57% no final de 1999. O chamado índice de Herfindahl-Hirschman apresenta para a Alemanha um baixo aumento na concentração de mercado nos anos recentes (Deutsche Bundesbank, 2001).

2.2.2.1b – O sistema bancário e o foco em novas áreas de atuação

A estrutura histórica de bancos universais permite às instituições bancárias não somente receber e emprestar recursos, mas também participar ativamente do mercado de títulos (subscrição, lançamento, comercialização) e dos negócios corporativos (por intermédio da posse de ações, do exercício de votos por procuração e da participação nos conselhos de supervisão). Este vasto campo de atuação possibilita aos bancos obstruir, de certa forma, a intensa competição oriunda da desintermediação e da integração dos mercados.

As mudanças ocorridas no cenário financeiro internacional não enfraquecem o sistema bancário, que busca redirecionar suas atividades para novas áreas de atuação, como operações com títulos e fundos de investimentos e com intensificação das operações fora de balanço. Nas palavras de Nassuno (1998:356), *“a expansão dos fundos de investimento, na maioria sob administração dos bancos comerciais, e a proliferação dos produtos para administração de risco, surgidas com o processo de securitização, na Alemanha significa a possibilidade de novas áreas de atuação dos bancos”*.

Portanto, a tendência internacional que enfatiza o comércio de títulos, na Alemanha assume características condizentes com a estrutura e, este movimento, ao invés de limitar o papel dos bancos, ressalta-o: dada a participação ativa dos bancos no mercado de títulos, o processo de securitização *“ocorre no interior do sistema bancário”* (Nassuno, 1998:358).

As tabelas abaixo avaliam a participação dos bancos no comércio de títulos.

Tabela 10 – Venda e Compra de *Bonds* na Alemanha (1991-1998, em % do total)

Item	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Média
Total de emissão de <i>Bonds</i> por:	100	100	100	100	100	100	100	100	1.00
Setor Doméstico não financeiro	37.9	60.8	58.5	52.0	17.8	16.6	20.1	12.9	0.35
- Empresas	-0.3	11.8	24.5	31.9	-71.1	-3.4	-2.4	-1.5	0.02
- Governo	38.2	49.0	34.0	20.1	88.9	20.0	22.5	14.3	0.33
Setor financeiro doméstico	56.7	36.5	38.4	39.0	71.6	75.3	56.5	60.9	0.54
- Bancos	56.5	36.4	38.3	38.6	71.5	75.4	56.5	60.8	0.54
- Associações de empréstimo e construção	0.2	0.1	0.1	0.4	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.00
Resto do Mundo	5.4	2.6	3.2	9.0	10.6	8.1	23.4	26.2	0.11
Total de compra de <i>Bonds</i> por:	100	100	100	100	100	100	100	100	1.00
Setor doméstico não financeiro	38.4	5.7	-4.6	30.8	23.6	-8.5	-4.9	2.0	0.08
- Famílias	28.5	3.3	-6.1	14.4	17.9	7.4	6.3	-2.8	0.07
- Empresas	8.6	2.8	1.0	15.0	5.7	-14.9	-11.2	4.8	0.01
- Governo	1.3	-0.4	0.5	1.3	0.1	-1.0	-0.0	-0.0	0.00
Setor financeiro doméstico	36.2	52.8	53.9	61.7	38.5	68.1	67.4	62.6	0.56
- Bancos	15.1	44.5	41.5	40.3	19.9	44.2	43.5	47.9	0.39
- Bundesbank	0.2	0.4	-0.3	-0.5	-1.0	-0.3	-	-	0.00
- Instituições de crédito	14.8	44.1	41.8	40.8	20.9	44.5	43.5	47.9	0.39
- Associações de empréstimo e construção	0.7	1.4	0.5	1.0	-0.3	-0.2	-0.4	0.3	0.00
- Companhias de seguro	6.6	7.0	4.1	2.8	5.4	0.7	0.4	0.4	0.03
- Fundos de Investimento	13.8	-0.1	7.9	17.7	13.5	23.4	23.9	14.0	0.14
Resto do Mundo	25.4	41.5	50.6	7.5	37.8	40.5	37.6	35.4	0.36

Fonte: Cálculos a partir dos dados fornecidos pelo Deutsche Bundesbank (1999).

Tabela 11 – Compra de certificados de fundos de investimento na Alemanha (1991-1998, em % do total)

Item	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Média
Total de compra de certificados de fundos de investimento por:	100	100	100	100	100	100	100	100	1.00
Setor não financeiro doméstico	64.5	70.6	50.6	76.1	47.7	40.1	45.6	46.8	0.55
- Famílias	53.9	66.2	45.0	53.2	37.5	26.6	32.4	34.5	0.43
- Empresas	9.4	5.5	4.3	23.1	9.6	13.0	11.5	10.8	0.12
- Governo	1.2	-1.2	1.2	-0.2	0.6	0.6	1.7	1.5	0.00
Setor financeiro doméstico	35.1	29.4	44.5	20.0	54.2	62.7	57.1	54.7	0.45
- Bancos	14.4	12.4	19.7	6.6	21.4	21.6	21.7	21.9	0.18
- Associações de empréstimos e construção	2.7	0.4	1.4	0.9	0.7	2.3	1.7	1.1	0.01
- Companhias de seguro	18.0	16.6	23.3	12.5	32.3	38.8	33.8	31.6	0.26
Resto do Mundo	0.4	-0.1	5.0	3.9	-1.9	-2.8	-2.7	-1.5	0.00

Fonte: Cálculos a partir dos dados fornecidos pelo Deutsche Bundesbank (1999).

Tabela 12 – Venda e Compra de Ações na Alemanha (1991-1998, em% do total)

Item	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Média
Total de emissão de Ações por:	100	100	100	100	100	100	100	100	1.00
Setor não financeiro doméstico (exclusivamente empresas)	24.3	31.3	29.7	35.5	44.5	39.7	8.4	30.3	0.29
Setor financeiro doméstico	22.6	27.9	26.0	24.3	19.0	12.2	16.8	6.3	0.14
- Bancos	19.8	23.7	23.8	21.9	14.4	10.5	15.9	4.0	0.12
- Associações de empréstimo e construção	0.4	0.4	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.10
- Companhias de Seguro	2.3	3.7	2.2	2.1	4.6	1.7	0.9	2.2	0.02
Resto do Mundo	53.1	40.8	44.3	40.2	36.5	48.0	74.8	63.4	0.57
Total de compra de ações por:	100	100	100	100	100	100	100	100	1.00
Setor não financeiro doméstico	67.2	41.7	28.4	40.3	47.1	26.9	9.9	20.4	0.27
- Famílias	1.3	-10.5	-29.9	3.1	-5.4	13.5	6.5	2.7	0.01
- Empresas	63.6	50.9	55.9	28.0	35.3	13.2	11.8	24.4	0.27
- Governo	2.5	1.3	2.5	9.1	17.3	0.3	-8.4	-6.7	-0.01
Setor financeiro doméstico	29.6	79.7	52.6	58.7	57.6	51.9	71.7	45.3	0.54
- Bancos	4.1	22.7	27.5	13.7	22.3	23.3	11.2	6.9	0.13
- Associações de empréstimos e construção	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.00
- Companhias de seguro	10.0	13.4	5.4	8.8	11.3	12.7	26.5	9.6	0.13
- Fundos de Investimento	15.5	43.5	19.7	36.2	24.0	15.8	33.9	28.8	0.28
Resto do Mundo	3.2	-21.4	19.0	1.0	-4.7	21.2	18.5	34.4	0.19

Fonte: Cálculos a partir dos dados fornecidos pelo Deutsche Bundesbank (1999).

Para o período analisado (1991-1998) e considerando o total de compra e venda de títulos, a importância das instituições bancárias mostra-se relevante. Para o mercado de *bonds*, os bancos são os principais emissores e compradores (respondem por respectivamente 54% e 39% do total, em termos médios).

No mercado acionário, o setor bancário é o terceiro maior emissor e comprador (respectivamente, responsável por 14%, frente a 29% das emissões das empresas domésticas e 57% das emissões do resto do mundo e 13% das aquisições, contra 27% das compras de empresas domésticas e 19% das compras do resto do mundo). Para este mesmo mercado, desconsiderando as transações com o exterior, os bancos assumem um importante papel, uma vez que, em termos médios, suas participações no total de emissões e aquisições são expressivas se comparadas ao principal agente desse mercado (as empresas).

Para o mercado de certificados de fundos de investimento, os bancos são os terceiros maiores compradores destes instrumentos financeiros (18%, contra 55% do setor não financeiro e 26% das companhias de seguro)⁷⁴.

Ao exame de todos estes dados, cabe concluir que para a década de 90, é válida a afirmação: *"Dado que os bancos estão envolvidos em todas as fases do mercado de securities, o sistema alemão não apresenta elevado grau de desintermediação (...). Desse modo, o mercado de securities deu ao sistema de intermediação financeira alemão – que permanece altamente dominado pelos bancos universais – considerável flexibilidade e liquidez"* (OECD, 1993 apud Nassuno, 1998:356).

⁷⁴ Importante ressaltar que o crescimento da participação de instituições não bancárias, como as seguradoras e as companhias de investimento não significa uma diminuição da importância dos bancos no que se refere a captação de recursos. Os fundos coletados por estas instituições, indiretamente, retornam ao sistema bancário, sob a forma de depósitos (Edwards e Fischer, 1994). Para Stein (1993), o processo de securitização dinamiza o crescimento dos fundos de investimento que essencialmente está sob a administração dos bancos comerciais.

2.2.3 – As instituições financeiras bancárias e não bancárias e o financiamento do investimento na Alemanha dos anos 90

“Demandantes de empréstimos podem escolher entre tomar emprestado os fundos que necessitam por meio dos bancos ou obtê-los diretamente via mercado de capitais. Na estrutura teórica que prioriza mercados perfeitos (ausência de custos de informação e transação), todos os créditos podem ser obtidos facilmente via mercado. Entretanto, em uma situação de mercados imperfeitos, no quais existem custos de transação e as informações são assimétricas, esta forma de obtenção de recursos sofre limitações. (...) O fato da Alemanha obter a maioria de suas necessidades por meio dos bancos conforma uma situação de mercados imperfeitos” (Monthly Report, Deutsche Bundesbank, 2001b:4)

Tradicionalmente, as empresas não-financeiras alemãs (especialmente o setor produtivo) utilizam-se primordialmente dos bancos para suprir suas necessidades de recursos externos (ver tabela 5).

Os determinantes históricos que explicam esta predominância dos empréstimos bancários estão intrinsicamente associados às fortes relações entre os sistemas bancários e as empresas (característica já explorada a ser detalhada no item 2.3).

Os determinantes estruturais estão relacionados ao padrão e às formas legais das firmas: a indústria alemã é tradicionalmente caracterizada por empresas de pequeno e médio porte – em 1997, aproximadamente 2/3 de do valor agregado foi representado por empresas com um retorno anual de vendas de menos de 500 milhões de DM⁷⁵ – e, para empresas deste porte, há não somente uma série de dificuldades de acesso ao mercado de capitais, como, em função da assimetria de informações, particularmente acentuada nestes segmentos, os relacionamentos com os bancos assumem um papel comparativamente importante. Também é limitado o número de empresas de capital aberto na Alemanha, conforme tabela abaixo.

⁷⁵ Dados extraídos do *Monthly Report* do Deutsche Bundesbank de janeiro de 2000.

Tabela 13- Tamanho e formas legais das empresas alemãs (todos os setores, final de 1997)

Turnover (em DM milhões) por categoria	Cia limitadas abertas (AGs e KGAs)	Cia Limitadas privadas (GmbHs)	Sociedades	Propriet. individuais	Outros	Total
Menos de DM 5 mi	1.567	410.778	218.270	747.095	26.456	1.404.165
+ de DM 5 a – de DM 10 mi	1.378	195.034	117.179	85.123	15.225	413.940
+ de 10 a – de DM 50 mi	10.749	458.371	425.840	103.127	55.663	1.503.749
+ de 50 a – de DM 100 mi	12.842	188.774	221.648	17.378	34.886	475.508
+ de 100 a – de DM 500 mi	82.391	414.792	474.970		80.969	1.053.119
+ de 500 a – de DM 1 bi	78.789	158.812	188.545	28.440	28.234	482.820
+ de DM 1 bi	1.302.251	462.245	363.391		104.000	2.231.887
Total	1.489.967	2.288.805	2.009.843	981.162	345.413	7.115.190
Número de empresas						
Menos de DM 5 mi	1.301	362.049	293.566	1.973.609	42.550	2.673.075
+ de DM 5 a – de DM 10 mi	190	27.998	16.602	12.532	2.151	59.473
+ de 10 a – de DM 50 mi	450	23.007	19.983	5.873	2.537	51.850
+ de 50 a – de DM 100 mi	180	2.724	3.205	257	496	6.862
+ de 100 a – de DM 500 mi	325	2.056	2.405		394	5.180
+ de 500 a – de DM 1 bi	108	237	283	85	40	753
+ de DM 1 bi	169	198	157		42	566
Total	2.723	418.269	336.201	1.992.356	48.210	2.797.759

Fonte: *Deutsche Bundesbank*, 2000:38

A maioria das empresas que compõe o parque industrial alemão é de médio porte e para empresas desse padrão os custos de transações, por si só, são suficientes para colocar limites aos ganhos do financiamento via mercado de capitais: por exemplo, no caso do financiamento baseado em *bonds*, os custos independem da soma dos fundos e são considerados altos, particularmente quando do lançamento dos *bonds*: incluem subscrição, taxa de corretagem, taxa de registo no mercado de capitais e custos de publicação e podem significar vários pontos percentuais sobre o valor de face. Por essas características, a “*emissão se torna uma alternativa factível somente para um grande volume de emissões*” (DB, 2000:37). Neste sentido, as características das estruturas corporativa e financeira alemã explicam, em grande parte, a histórica e pesada estrutura de crédito bancário.

Em um contexto de intensificação da competição e quedas sistemáticas nos custos de informação e transação, verifica-se, porém, uma tendência à queda dos empréstimos por parte das empresas, conforme demonstra os dados da tabela abaixo.

Tabela 14 – Fontes líquidas de financiamento do investimento para o setor produtivo alemão (1991 – 1998, em %) (1)

Fontes	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Média
Recursos Internos:	69.8	72.0	90.2	84.1	90.3	91.9	88.1	80.8	83.4
dos quais:									
- lucros retidos	-3.8	-6.5	-3.4	-1.3	5.7	-0.4	7.3	9.1	0.8
- transferências liq. de capital	11.5	10.0	10.7	7.6	6.1	7.8	6.1	5.9	8.2
- depreciação	62.1	68.5	82.9	77.8	78.5	84.5	74.7	65.8	74.4
Recursos Externos:	27.9	26.8	17.5	21.8	15.9	12.4	13.9	22.6	19.8
dos quais:									
- empréstimos bancários de LP	22.0	28.9	33.1	10.1	16.0	17.7	16.1	24.6	21.1
- empréstimos bancários de CP	6.7	-13.9	-22.6	8.2	0.5	-16.6	-7.2	-0.7	-5.7
- <i>bonds</i> (2)	-3.4	7.3	29.3	14.1	-4.9	6.4	8.3	0.8	7.2
- ações	-3.6	-1.8	-3.3	1.2	1.4	5.6	-1.1	3.5	0.2
- outras obrigações	6.2	6.3	-19.0	-11.8	2.9	-0.7	-2.2	-5.6	-3.0
das quais:									
- obrigações com empregados	3.4	4.1	2.3	2.7	3.5	3.7	3.2	2.8	3.2
(provisões para fundos de pensão)									
Diferença estatística	2.3	1.2	-7.7	-5.9	-6.2	-4.3	-2.0	-3.4	-3.2
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Cálculos baseados nos dados fornecidos pelo Bundesbank (1999).

Notas:

(1) Os dados não compreendem toda a década dos 90 porque os relatórios e dados estatísticos fornecidos pelo DB para o período posterior a 1998 estão compilados de acordo com o ESA 95 (*European System Account*) – padrão de contabilidade que deve ser seguido por toda a União Européia. Como este padrão não desagrega os dados para os empréstimos bancários (sob tal critério, o item “empréstimos” compreende outros empréstimos além dos empréstimos bancários), opta-se por sacrificar o ano de 1999, dado o objetivo central da pesquisa.

(2) Exclui *bonds* bancários de curto prazo.

Pelos dados apresentados, verifica-se uma forte propensão ao financiamento por meio de recursos internos: em média, 83% do financiamento do investimento para o setor produtivo é realizado com recursos próprios. Constata-se que a depreciação joga um peso decisivo para que tal fato ocorra.

No financiamento por meio de recursos de terceiros predominam os empréstimos bancários de longo prazo (21%) – embora haja uma tendência a diminuição da participação durante os anos analisados. O financiamento via *bonds* e por intermédio das provisões para os fundos de pensão também se apresentam como fontes de financiamento utilizados.

Embora se verifique tanto uma projeção de queda dos empréstimos bancários, como uma elevação da utilização de *bonds*, é necessário fazer uma análise criteriosa, considerando a amostra utilizada. Os valores utilizados para compor estes percentuais referem-se ao total de empresas do setor produtivo alemão. Não há uma ponderação por tamanho de empresas e portanto, não é possível, por intermédio destes dados, fazer afirmações categóricas acerca de quais categorias de empresas do setor produtivo estão utilizando-se dos empréstimos bancários, nem tampouco afirmar quais empresas estão obtendo, crescentemente, recursos no mercado, seja por meio de débitos ou créditos. Portanto, não é possível fazer avaliações sobre a *corporate finance* das empreendimentos produtivos alemães, caso se considere as distintas formas legais e o padrão organizacional do setor.

Com o objetivo de suprir essa lacuna, o próximo item explora o financiamento do investimento considerando o padrão dos demandantes.

2.3 – O lado da demanda: *Corporate Governance* e *Corporate Finance* dos Empreendimentos Produtivos não Financeiros

2.3.1 – Suporte analítico: sucintas e selecionadas contribuições teóricas

Questões sobre a forma como são realizados o controle e o monitoramento das empresas (*corporate governance*⁷⁶) e, principalmente, o dilema dos empreendedores sobre qual o melhor caminho para promover o financiamento do investimento (*corporate finance*), são temas tratados por várias autores e por diversas linhas de pesquisa.

A teoria da agência, quando trata a questão de *corporate governance*, tem como preocupação buscar soluções dos problemas que surgem em situações nas quais ocorrem separação entre posse e controle dos empreendimentos, o que pode acarretar divergências de objetivos e interesses entre acionistas e executivos (Jensen e Meckling, 1976 *apud* Relatório Bundesbank–Banque de France, 1999). Neste sentido, a criação de mecanismos eficientes que garantam a sintonia entre o comportamento dos executivos e os objetivos dos acionistas, coloca-se como o principal problema da governança corporativa. Uma das possíveis ferramentas para solucionar (ou pelo menos minimizar) potenciais conflitos de interesses entre esses agentes, refere-se ao monitoramento dos executivos por parte dos acionistas⁷⁷.

Sob a ótica da teoria dos custos de transação, as estruturas de *Corporate Governance* caracterizam a busca constante dos agentes econômicos por minimizar os

⁷⁶ Segundo O'Sullivan (1998), a estrutura de *corporate governance* está relacionada ao modo como as corporações alocam recursos e obtêm retornos. Buainain et al (1994 *apud* Silveira e Rabello, 1999:3), definem governança corporativa como “um conjunto de formas organizacionais que condiciona o relacionamento entre agentes que estão empenhados em uma atividade, determinando os incentivos individuais e a alocação dos recursos disponíveis”. Para Shleifer e Vishny (1997, *apud* Aldrighi, 2000:4), *corporate governance* “trata os caminhos pelos quais os ofertantes de finanças para corporações são capazes de assegurar, eles próprios, o recebimento do retorno de seus investimentos”.

⁷⁷ Cabe ressaltar que esta alternativa mostra-se limitada, fundamentalmente em função do problema de *free-rider* – dada a pulverização de propriedade, qualquer ação tomada por um acionista no sentido de melhorar o desempenho da companhia (o que inclui mecanismos de monitoramento eficazes) acarreta benefícios (e custos, evidentemente) não somente àquele que tomou a iniciativa, mas também aos demais acionistas (Relatório Bundesbank–Banque de France, 1999).

custos de transação associados ao estabelecimento de contratos explícitos ou implícitos que ocorrem rotineiramente na atividade econômica. Esses custos podem ser identificados como sendo de dois tipos, os custos *ex ante*, quando da definição dos contratos e os custos *ex post*, associados ao monitoramento e adaptação dos termos contratuais (Williamson, 1981).

As hipóteses sob as quais essa linha teórica se sustenta referem-se à limitação da racionalidade dos agentes econômicos (Simon, 1979) – dadas as incertezas e complexidades do mundo econômico, diretamente relacionadas a informações incompletas e a *gaps* de competências (Dosi, 1988) – e ao comportamento oportunista dos agentes econômicos que podem gerar conflitos no âmbito das relações contratuais, por intermédio de manipulação das informações e intenções (existência de assimetria informacional). O surgimento do oportunismo está diretamente associado às situações de risco moral e seleção adversa (Williamson, 1985)⁷⁸.

Um mecanismo eficiente de *corporate governance*, portanto, deveria contemplar não somente a diminuição dos custos de agência, mas também a organização de um sistema de governança contratual capaz de minimizar os custos de transação (Kester, 1992).

Além das discussões sobre *corporate governance* associadas diretamente às teorias dos custos de agência e de transação, outros aspectos também são debatidos, como os relativos aos distintos ambientes econômicos.

Franks e Mayer (1994) defendem que uma estrutura eficaz de *corporate governance* deve considerar o ambiente institucional. Os autores sugerem uma

⁷⁸ O risco moral (*moral hazard*) refere-se à situações nas quais um participante do mercado não é capaz de observar todas as ações do outro, de maneira que esse último pode maximizar sua utilidade valendo-se de falhas ou omissões contratuais (existência de contratos incompletos) (Kotowitz, 1987). O problema de seleção adversa também surge em função da assimetria de informações e está associado ao oportunismo pré-contratual: alguns agentes econômicos podem deter informações privadas não acessíveis à outra parte (Milgrom e Roberts, 1992).

taxonomia na qual consideram que o controle corporativo pode ser efetuado de duas formas: (i) via controle externo às corporações (representativo do padrão anglo-saxão), caracterizado a partir de elementos como: mercado de capitais líquidos, nos quais os direitos de propriedade e controle são freqüentemente negociados, existência de um grande número de empresas listadas em bolsa e número pouco representativo de propriedades cruzadas de ações entre as corporações; (ii) via controle interno (predominante na Europa Continental), que diferencia-se do outro, dentre outros aspectos, porque apresenta mercado de capitais com baixa liquidez, inclusive devido ao fraco nível de confiança das empresas em relação a este mercado, quantidade pouco expressiva de empresas listadas em bolsa e existência de sistemas complexos de propriedade cruzada de ações entre as corporações⁷⁹.

Davis (1995) quando avalia o modo como ocorre o controle das corporações (considerando as especificidades dos países) defende duas possibilidades: por meio de ações ou controle direto via débito.

O sistema de controle de mercado via ações tem os investidores institucionais como os principais agentes que se utilizam da possibilidade de aquisição hostil como um instrumento privilegiado de resolução dos conflitos de interesse entre os executivos e acionistas.

O controle direto via débito tem como característica central as relações de longo prazo entre as corporações e os credores, principalmente bancos (que assumem a função de monitoramento dos executivos, podendo também ser detentores, conforme as institucionalidades). Os investidores institucionais e o mercado de capitais colocam-se como elementos secundários.

⁷⁹ Essas formas distintas de *corporate governance* fundamentalmente causam impactos em diversas esferas, que abrangem desde questões relacionadas a mecanismos de disciplina e reestruturação das corporações, convergência (e incentivos) entre interesses e objetivos de executivos e acionistas, até aquelas que se referem estritamente ao financiamento do investimento (Mayer, 1996).

Quanto ao aspecto estritamente financeiro – pressupondo-se que toda estratégia industrial intrinsecamente está relacionada a uma estratégia financeira –, a discussão sobre *Corporate Finance* está diretamente associada ao dilema tradicional acerca das alternativas de financiamento, seguindo um processo de decisões de portfólio.

De um ponto de vista teórico, Modigliani e Miller foram os primeiros, em 1958, a produzir modelos de otimização das estruturas financeiras. Eles demonstram que, em um ambiente econômico no qual os rendimentos são incertos, todas as estruturas financeiras que associam capital e débito são neutras em termos do custo das várias fontes de finanças.

Esta formulação dá início a uma controvérsia que leva Myers e Majluf (1984) a afirmar que levantar capital por intermédio do mercado é muito mais custoso do que obtê-lo através de fontes internas. Warner (1977) ratifica esta posição, ressaltando o risco de bancarrota e os custos de controle, como elementos que limitariam qualquer tendência de se incorrer em níveis excessivos de financiamentos externos.

Nos anos 70, surge o *signalling approach*. De acordo com tal visão, uma companhia pode “mandar sinais” sobre ela mesma. A sinalização demonstra que o tipo de estrutura de financiamento escolhida pelos administradores de uma companhia e o nível de débitos financeiros podem ser entendidos como um sinal de uma boa administração e, por extensão, de uma boa performance corporativa (Leland e Pyle, 1977 *apud* Relatório Bundesbank-Banque de France, 1999).

Na seqüência, os estudos avaliam a possibilidade de existência de uma hierarquia de fontes de financiamento. A *pecking order theory* inicia-se com as pesquisas de Myers e Majluf (1984) e defende que sob ambientes nos quais existem informações assimétricas, os fundos internos são preferíveis aos débitos.

Os trabalhos contemporâneos que se concentram nas discussões de *corporate finance*, notadamente os realizados pelos economistas evolucionistas (Dosi et al., 1990 *apud* Relatório Bundesbank-Banque de France, 1999), têm destacado a importância das rotinas organizacionais e/ou tecnológicas e a experiência adquirida pela firma por intermédio de um processo de aprendizado interno (*learning by doing and by using*). Defendem que em ambientes de forte competição, a viabilidade das companhias (inclusive no que se refere às possibilidades de financiamento) depende de suas “*core competences*”⁸⁰ e de suas relações com clientes e fornecedores.

O valor dos bens produzidos por uma empresa irá depender da futura evolução das relações entre a companhia fornecedora e seus clientes e os débitos e créditos assumidos por uma firma são menos um instrumento de financiamento e mais uma alternativa de estrutura de *governance* e, portanto, a estrutura de financiamento de uma companhia irá refletir também a estrutura de produção e a natureza da política de investimentos (Williamson, 1985).

Rivaud-Danset e Salais (1992), caracteriza o sistema financeiro alemão como um modelo baseado em relações, denominada “*commitment-based banking model*”. Em tal padrão, o oportunismo que permeia as atividades financeiras é sacrificado e revertido para relacionamentos construídos sob critérios de confiança e imperativos morais, que não se limitam à relações entre demandantes e ofertantes baseadas em reputação. Existe um estreito relacionamento entre as partes que permite ao sistema bancário obter acesso a informações consideradas confidenciais. Somente em um momento seguinte diversos procedimentos são envolvidos para a aquisição e processamento das informações. A quantidade de dados fornecidos é menos importante do que opiniões especializadas (que necessariamente só podem ser adquiridas com o tempo) e o estabelecimento de relacionamentos “individualizados”, torna os bancos capazes de

⁸⁰ *Core competence* é definida como um conjunto de diferenciadas capacidades tecnológicas, bens complementares e rotinas, que formam a base da capacidade competitiva de uma companhia, em qualquer ramo específico de atividade (Dosi et al., 1990 *apud* Relatório Bundesbank-Banque de France, 1999).

conhecer seus clientes. Ademais, a capacidade de avaliação (opiniões) adquirida pelos bancos e a construção de estreitas relações garantem a qualidade de informações sobre as companhias.

Este modelo contrapõe-se essencialmente ao que os autores denominam de “*procedure-based banking model*”, o qual evita qualquer envolvimento individualizado e opta em favor de informações padronizadas sobre os clientes, baseadas em cálculos de probabilidade. É fundado sobre instrumentos legais que são impostos pelos bancos para seus clientes. Estes devem ser obrigados a submeter seus projetos de tomada de empréstimos a sistemáticas regras bancárias. Os contratos são os instrumentos para a tomada de empréstimos e têm como objetivo assegurar que as futuras ações dos agentes devedores obedeçam aos padrões de solvência e liquidez.

O enfoque da organização e das convenções, que se estrutura com base nas hipóteses que a capacidade cognitiva é limitada (Simon, 1976) e que o ambiente no qual os agentes conduzem suas atividades é de incerteza e riscos (Rivaud-Danset, 1992), ressalta a necessidade do estabelecimento de arranjos entre a companhia e o ambiente financeiro. Em tal ambiente, a flexibilidade (definida como a habilidade de adaptar-se a eventos inesperados) torna-se um elemento crucial: o mix resultante de diferentes fontes de financiamento reflete a necessidade de flexibilidade financeira imposta pelos padrões organizacionais⁸¹.

Sob este enfoque, as convenções são necessárias para superar as incertezas: os agentes necessitam de coordenação para reduzi-las e serem capazes de planejar suas decisões. Assim, as diferentes convenções relativas ao financiamento, genericamente, podem ser associadas às regras que dominam a relação entre bancos e clientes corporativos e ao contexto legal. Desta forma, a teoria das convenções

⁸¹ Esta análise aproxima-se da avaliação de Hicks (1974) quando da proposição das situações de *autoeconomy* e *overdraft* das empresas: as firmas podem se encontrar em uma destas situações ou podem escolher dentre as diferentes fontes de financiamento uma fonte principal ou a combinação de fontes que melhor respondam por suas necessidade de flexibilidade financeira

desenvolve uma nova estrutura de análise financeira: “*estruturas financeiras são um resultado complexo da interação entre a natureza das firmas e seus produtos, seus parceiros financeiros, bem como consideram fatores institucionais específicos, capazes de fornecer a moldura para ações individuais*” (Relatório Bundesbank-Banque de France, 1999).

2.3.2 – A Corporate Governance Alemã: lições e limites

O padrão alemão de organização industrial, comumente conhecido como *stakeholder model*, caracteriza um arranjo de controle corporativo no qual os interesses de todos os agentes envolvidos nos negócios das corporações são considerados. Em tal organização, não somente os acionistas possuem poder de decisão, mas também trabalhadores, banqueiros, fornecedores, credores, clientes e a comunidade em geral. As empresas apresentam-se como uma parte constitutiva da sociedade alemã, o que implica responsabilidade social. De acordo com a constituição alemã, “*a posse confere obrigações*” (Schneider-Lanné, 1992 *apud* Aldrichi, 2000).

Os elementos constitutivos de tal modelo estão intimamente relacionados à representação dos trabalhadores nos conselhos de supervisão, à uma estrutura de propriedade altamente concentrada e à posse cruzada (*cross-shareholdings*), elementos que, *per se*, fomentam a coordenação dos interesses (Edward e Fisher, 1994 e Dietl, 1998).

Uma característica básica de tal padrão refere-se às estreitas relações entre as partes envolvidas, especialmente trabalhadores, executivos e acionistas; o que acarreta não somente reduções de custo de transação, mas também a não necessidade (ou inexistência) de monitoramento das empresas por intermédio de mecanismos de mercado (OECD, 1995 e Edward e Fischer, 1994), a pouca propensão a estratégias míopes, dada a inexpressividade das pressões para maximizar lucros no curto prazo (Aldrichi, 2000) e práticas tecnológicas e administrativas estáveis, relacionadas a

contratos implícitos de longo prazo, capazes de facilitar a coordenação e eliminar obstáculos de contratos incompletos (Mayer, 1997 *apud* Aldrichi, 2000), dentre outros aspectos.

De acordo com o formato organizacional alemão, institucionalizado ao final do século XIX com base em um sistema de *managerial control*, o corpo administrativo (*insider*) das corporações mostra-se totalmente integrado ao processo de aprendizado organizacional, possuindo total controle, inclusive sobre a alocação dos recursos. Esse sistema de controle interno assume um papel crucial no sucesso das companhias que competem com base na qualidade, em mercados como automóveis de luxo, instrumentos de precisão e maquinaria elétrica. Como detalhado em capítulo anterior, esta estrutura sofre pressões no imediato pós segunda guerra, quando os aliados buscam quebrar a concentração de poder econômico da indústria alemã e dos bancos e fazer valer os controles de mercado. Entretanto, as estreitas relações que unem as corporações e os bancos, bem como a extensa rede de ações cruzadas das companhias, impossibilitam tal controle.

Data deste período a conquista de graus importantes de co-decisão, por parte dos trabalhadores, garantindo-lhes maiores influências sobre a tomada de decisões. O sistema de *governance* alemã assegura não somente que os trabalhadores participem dos frutos do sucesso industrial, como facilita a socialização dos custos sociais da racionalização industrial, por meio de programas de proteção aos trabalhadores em situações nas quais a reestruturação exige uma massa de desemprego temporário (*mass layoffs*), em combinação com programas federais, como o seguro-desemprego, esquemas de aposentadoria prematura e compensações para trabalhos *part-time* (O'Sullivan, 1998).

Este modelo de *corporate governance* explica-se, dentre outros aspectos, pelo arcabouço legal: (i) a legislação alemã é bastante flexível no que diz respeito ao controle e propriedade das corporações produtivas, em comparação com os

empreendimentos americanos, por exemplo. Não existem limitações legais quanto à posse de ações por parte das instituições bancárias; ao contrário, os bancos são responsáveis por uma expressiva posse de ações; (ii) as regras prudenciais são frouxas (Aldrichi, 2000).

Tradicionalmente, os *german corporate insiders* não costumam fazer revelações sobre o comércio de títulos. Somente em julho de 1994, a legislação alemã passa a considerar a questão do *insider trading* em um esforço de se adequar à Diretiva do Conselho Europeu de 1989 (89/592), a qual determina que todos os membros da comunidade europeia proibam o *insider trading*. De acordo com a nova legislação, os *insiders* que negociam títulos sem a publicação das informações, ou mesmo que recomendem este tipo de comércio podem sofrer sanções como multas e prisões – anteriormente a esta lei, as restrições de *insider trading* contavam exclusivamente com esforços voluntários e, inclusive por isto, o *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* tem mostrado-se inexperiente em detectar *insider trading* (Dietl, 1998). Desta forma, a despeito das recentes alterações legais, as leis alemãs sobre o assunto ainda são limitadas.

Outra característica central diz respeito à elevada concentração de posse. As companhias listadas, principalmente, apresentam uma participação expressiva de acionistas majoritários – detentores de mais de 50% do total das ações – o que impede uma ampla disseminação de separação entre posse e controle (Prowse, 1994). Ademais, é extensa a rede cruzada de ações (*cross-shareholdings*).

Cerca de 80% das empresas listadas possuem pelo menos um acionista que controla, no mínimo, 25% do capital total. Em companhias nas quais não existem controles majoritários, são freqüentes e consideráveis os “blocos múltiplos” de acionistas. Em tais empreendimentos, são comuns a posse cruzada de ações, principalmente se forem grandes bancos ou grandes companhias de seguro. De acordo com Kester (1992), das 100 maiores corporações na Alemanha (em termos de *turnover*)

88 apresentam propriedades cruzadas (incluindo aquelas envolvendo bancos)⁸². Neste sentido, controlando conjuntamente a maioria dos direitos de votação uns aos outros, os grandes bancos e as grandes corporações listadas conseguem livrar-se dos controles externos (Aldrichi, 2000).

A tabela abaixo detalha a estrutura de posse das corporações listadas na Alemanha para o ano de 1990.

Tabela 15 - Estrutura de Posse das Corporações Listadas, Alemanha (1990, em %)

Famílias	17
Bancos	10
Companhias de Seguro	12
Fundos de Pensão	n.a.
<i>Mutual funds</i>	n.a.
Companhias de investimentos	-
Companhias de títulos	-
Empresas não financeiras	42
Governo	5
Estrangeiros	14
Total	100

Fonte: Deutsche Bundesbank, *apud* Dietl, 1998.

⁸² Em 1995, Deutsche Bank, Allianz Holding, HypoVereinsbank, Dresdner Bank e Commerzbank possuem direitos em respectivamente, 23, 19, 15, 11, e 8 AGs (Aldrichi, 2000) e sustentam a votação em blocos em respectivamente, 24, 25, 15, 14, e 7 AGs. (Becht & Böhrer, 1997 *apud* Aldrichi, 2000). Allianz é o maior votante em blocos no *Deutsche bank* (5%), *Dresdner* (22%), *Munich Re* (25%), *HypoVereinsbank* (17%), *BASF* (12%), *Bayer* (5%), e *Veba* (11%) enquanto que os maiores votantes em blocos na Allianz são *Munich Re* (26%), *Bayerische Vereinsbank* (15% + 1500 votos), *Deutsche* (10% + 1500 votos), e *Dresdner* (10%). Por sua vez, *Munich Re* tem direitos de voto nas mãos de Allianz (25%), de *Bayerische Vereinsbank* (9,9%), *Deutsche* (9,9), e *Dresdner* (9,9%). (9,2%), e *Munich Re* (5,4%) (Aldrichi, 2000).

Os dados demonstram que, embora a propriedade das companhias listadas em sua maioria concentre-se no setor não financeiro, a participação do setor bancário é expressiva. Aldrichi (2000), utiliza-se de dados mais recentes da mesma fonte (*Deutsche Bundesbank*, para 1995) e confirma que não há grandes alterações na estrutura de posse dos empreendimentos alemães. Estes permanecem concentrados no setor não-financeiro (cerca de 2/3 em 1995), embora a participação do setor financeiro (aproximadamente 30%) mantenha-se elevada; não obstante os investidores institucionais terem aumentado sua participação (a despeito de permanecer um expressivo *gap* em relação aos padrões anglo-saxão e americano), os bancos ainda mantêm uma posição expressiva (cerca de 10%) se comparada ao padrão internacional.

Esta participação das instituições bancárias nos empreendimentos capacitam-nos a atuar não somente como emprestadores, mas também como acionistas, direta ou indiretamente (em situações nas quais exercem direitos de voto por meio de procurações de acionistas de cujas ações são depositários), o que lhes confere uma proporção significativa do total de votos nas reuniões, assegurando geralmente sua representação no conselho de supervisão e por decorrência, forte influência nas tomadas de decisões e no monitoramento das empresas (Becht e Böhmer, 1998 *apud* Aldrichi, 2000).

A maioria das informações empíricas sobre a importância da representação dos bancos nos conselhos de supervisão e a possibilidade de votação por procuração está contida em uma pesquisa da comissão alemã anti-truste (*Monopolkommission*) de 1978. Esta pesquisa está baseada em dados de 1974 para as 100 maiores corporações, classificadas sob o critério de *turnover*. De acordo com tal estudo, na média, os bancos controlam 57% dos direitos de votos nas reuniões de acionistas – cerca de 7% por meio da posse de ações e 50% baseado nos direitos de votos por procuração. Em cerca de 65 das 100 empresas avaliadas, os bancos estão

representados no conselho de supervisão. (*Monopolkommission*, 1978 *apud* Dietl, 1998).

Os três grandes bancos alemães respondem por 68% das presidências dos conselhos de supervisão e 54% das vice-presidências. Entre os três grandes bancos, o maior (*Deutsche Bank*), sustenta uma posição dominante (cerca de 58% das presidências e 31% das vice presidências das 100 maiores corporações) (*Monopolkommission*, 1978 *apud* Dietl, 1998).

Dietl (1998) citando um trabalho realizado por Böhm (1992) que se utiliza de dados mais recentes para avaliar se há alterações substanciais, tanto no que se refere à concentração de posse, que se mantém, quanto na importância da participação dos bancos na *corporate governance* dos empreendimentos, confirma a manutenção da importância dos direitos de votação por procuração e a representação nos conselhos das empresas do que ele denomina de “bancos universais privilegiados”. Baseado em dados de 1986 sobre as 7 maiores corporações abertas, o controle dos bancos por meio de direitos de votação por procuração se aproxima de 80%. Para o mesmo período, das 100 maiores empresas (em termos de *turnover*), 69 destas corporações são AGs, das quais, 62 possuem representação dos bancos no conselho de supervisão. Com respeito a estas 62 corporações, os representantes dos bancos sustentam 140 ou 13% dos assentos dos 1.090 conselhos (Dietl, 1998).

Este padrão de *governance* tem sido, sistematicamente, alvo de críticas. As principais dizem respeito à suposta ineficácia de monitoramento do corpo dirigente por parte do conselho de supervisão. Os argumentos referem-se ao tamanho excessivo dos conselhos de supervisão, à baixa frequência das reuniões gerais, à pouca confiabilidade das informações fornecidas pelos executivos e ao conflito de interesses existentes no interior do próprio conselho de supervisão (Roe, 1998 e Sholtens, 1997)

A possibilidade de exploração dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários – principalmente em assuntos referentes a preços praticados em situações de ofertas das ações de acionistas minoritários, que geralmente sofrem pressões no sentido de baixa dos preços –, também é questionada, configurando um problema crucial de agência na Europa Continental (Roe, 1998). Isto ocorre basicamente em função da carência de proteções legais satisfatórias (Becht & Böhrer, 1997 *apud* Aldrighi, 2000), como visto quando da referência ao problema de *insider trading*, por exemplo. Além dos problemas relacionados aos preços, outros aspectos acerca de tratamentos desiguais ocorrem, associados principalmente a informações assimétricas (Aldrighi, 2000).

A ausência de instrumentos de mercado para *corporate control* apresenta-se como outra fonte de críticas. Em contraposição aos cenários corporativos britânico ou americano que se utilizam enormemente da possibilidade de mudanças bruscas de direção das empresas, por intermédio das aquisições hostis (*hostile takeover*) – empresas mal geridas e que apresentam pouca valorização no mercado bursatil tornam-se alvos fáceis para licitantes hostis que se julgam capazes de aumentar rapidamente o valor da empresas e realizar lucros substituindo os maus administradores –, os alemães raramente fazem uso de tal mecanismo como uma ferramenta de governança.

Segundo Aldrighi (2000), para que as aquisições hostis funcionem como uma ferramenta eficaz de governança, devem existir condições permissivas como, por exemplo, as firmas devem ser listadas na bolsa de valores; um grande volume de ações com permissão de voto deve estar disponíveis para o comércio; licitantes potenciais devem ter acesso a informações completas e profundas da companhia; etc⁸³.

⁸³ Franks e Mayer (1998 *apud* Aldrighi, 2000) analisam os raros casos de ofertas realizadas por *hostile takeovers* na Alemanha: no primeiro, em 1997, envolvendo como agressor a Krupp AG e como alvo a Thyssen AG, a tentativa falha em função principalmente da União do Comércio e de políticos, que conseguem transformar em uma fusão amigável.

Na Alemanha, a possibilidade de *hostile takeover* é bastante limitada pela própria estrutura organizacional. Como visto, a grande maioria das empresas são companhias privadas e, portanto, suas ações não são negociadas publicamente; o fato de a estrutura de posse ser altamente concentrada impede o controle corporativo por intermédio do mercado e faz com que estas corporações não se coloquem como alvos típicos para agressores corporativos. Juntem-se a isso as leis corporativas alemãs e os seus requerimentos de co-determinação que evitam a tomada imediata do controle por meio de licitantes hostis (Dietl, 1998 e Aldrighi, 2000).

Ademais, o fato de as exigências legais de divulgação das informações serem frágeis permite que o fluxo de informações permaneça concentrado em um grupo restrito de agentes, geralmente ligados diretamente ao negócio, o que lhes confere vantagens sobre os *outsiders*, reduzindo incentivos para ofertas hostis (*hostile bids*).

Dois outros obstáculos às ofertas de *hostile takeover* na Alemanha são a ausência de um mercado secundário líquido para *corporate bonds* e a grande participação dos bancos nas corporações; sua posição privilegiada, lhes permite não somente obter informações sobre a possibilidade de compra (Aldrighi, 2000), mas também a resistir a *hostile takeovers* com o objetivo de assegurar as suas próprias informações (Dietl, 1998)⁸⁴.

Em suma, a especificidade do modelo alemão de *corporate governance* favorece grandes acionistas e grandes bancos, caracterizando um arranjo sob o qual a posse é concentrada (e no qual ocorre exploração dos acionistas minoritários), o que de certa

⁸⁴ Por outro lado, existem elementos constitutivos da estrutura regulatória que facilitam a possibilidade de *hostile takeovers*: as dificuldades de identificar os verdadeiros acionistas, dada a prática de emitir ações ao portador; as regras insuficientes acerca do tamanho dos blocos de ações; a proteção legal deficiente para investidores minoritários (o que incentiva enormemente a disposição para conseguir retornos mais elevados por intermédio da venda de suas participações aos *takeovers*) e, particularmente importante, a ausência de legislação que impeça tomadas hostis (Aldrighi, 2000). Não obstante, embora esses elementos facilitem uma possível "demanda" por aquisições, os obstáculos a serem transpostas apresentam-se como de difícil superação.

forma explica a pouca liquidez do mercado de capitais e a inexistência de monitoração via mecanismos de mercado.

O padrão alemão, embora contraponha-se essencialmente ao *shareholder model* – o qual está baseado na importância decisiva dos acionistas, no monitoramento via mecanismos de mercado, na transparência e na divulgação pública das informações sobre as companhias – vem sofrendo pressões no sentido de uma aproximação a esse modelo prevalecente nos Estados Unidos, devido a uma série de fatores, como os fracassos expressivos de setores importantes da indústria (principalmente em função da concorrência japonesa e americana), a procura constante por reduções sistemáticas de custos, com o intuito de manter as vantagens competitivas no mercado internacional de produtos e a busca incessante por liquidez financeira que atualmente domina o cálculo capitalista.

A tendência no sentido a uma aproximação ao *shareholder model* já se faz sentir desde finais dos anos 60, quando a indústria japonesa (principalmente) coloca-se como uma grande ameaça à setores da indústria alemã cujas bases de competição são os custos – os segmentos nos quais as vantagens competitivas estão associadas a produtos de alta qualidade conseguem escapar de um confronto direto com os japoneses, no período – e com isso, assiste-se progressivamente a uma perda significativa de empregos, o que acarreta fortes tensões políticas e sociais⁸⁵. Não obstante, o processo de perda de competitividade da indústria alemã se agrava.

No início da década de 90, o movimento no sentido de alterar o padrão organizacional começa a ser pressionado também em função dos processos de reunificação e de integração europeia, dada a supressão de barreiras comerciais e financeiras, impulsionando ainda mais as empresas no sentido de elevar sua capacidade competitiva.

⁸⁵ Em 1984 ocorre a pior greve da história na Alemanha: o maior sindicato alemão (IG Metall) organiza uma paralização geral que dura 9 semanas (O'Sullivan, 2000).

A força do sucesso das indústrias japonesas e americanas em segmentos *cost-competitive* associam-se às suas capacidades de inovação. No Japão e Estados Unidos, a estrutura corporativa deriva de estratégias (empresariais) individuais na busca contínua de cortar custos. Na Alemanha, a estrutura organizacional das empresas derivade uma estratégia industrial largamente difundida no sentido de alcançar padrões de alta qualidade (O'Sullivan, 1998).

A vantagem principal da estrutura organizacional das companhias de outros países, principalmente as japonesas, está em sua capacidade de executar integrações de funções cruzadas (*cross-functional integration*) no chão de fábrica e nas estruturas administrativas, o que não ocorre nas empresas alemãs: estas constituem uma considerável integração hierárquica de habilidades técnicas, cujos perfis especializados entre trabalhadores da produção e divisões funcionais dentro das administrações impede *cross-functional integration* (O'Sullivan, 1998). Segundo Herrigel (1996), isto explicaria a perda de capacidade industrial e, por conseguinte, de competitividade.

Essa forte competição no mercado de produtos, associada ao crescente movimento de desregulamentação e integração dos mercados de capitais, pressiona enormemente as corporações no sentido de mudanças no arcabouço institucional e legal para incorporar novos elementos que surgem⁸⁶.

A desregulamentação dos mercados financeiros, associada a reduções nos custos de transações (permitidos pelos avanços na tecnologia de informação), fortalecem esse movimento, visto que induzem os investidores individuais e institucionais a se tornarem cada vez mais conscientes dos retornos de investimentos,

⁸⁶ Como exemplo dessa forte pressão dos agentes econômicos no sentido de uma aproximação com o padrão americano, tome-se a fusão da Daimler-Benz com Chrysler (agora Daimler-Chrysler), que foi precedida pelo registro das companhias na bolsa de valores de New York em 1993 (Coffee, 1999 *apud* Aldrichi, 2000). Também é bastante ilustrativo a fala do presidente da Veba, quando da decisão de listar a empresa na bolsa de Nova York: "foi um passo em direção à cultura anglo-saxã que nós conscientemente queríamos fazer" (Financial Times, 11 de maio de 1999, *apud* Aldrichi, 2000).

compelindo as empresas a melhorar sua lucratividade, inclusive por meio de reestruturações dos seus mecanismos de controle.

Concentrar os negócios, no sentido de focar em *core competencies*, tem sido uma tendência, o que contrasta enormemente com o padrão tradicional alemão. Essa mudança de comportamento estende-se aos grandes bancos – principalmente em função da forte competição dos bancos americanos e europeus – que têm defendido o foco em atividades de núcleo e a busca pela maximização do valor dos acionistas⁸⁷.

Os exemplos são notórios: (i) a fusão da Krupp e Thyssen; (ii) a Daimler-Benz e Hoechst, pioneiros em se desfazer de suas atividades periféricas na metade dos anos noventa (segundo Aldrichi, talvez como um primeiro passo para a subsequente fusão *cross-border* com respectivamente, Chrysler and Rhône-Poulenc); (iii) a fusão das ex-estatais Veba e Viag, com o intuito de focar nos segmentos de energia e química (que respondem por um negócio avaliado em torno de DM 122 bilhões), desfazendo-se das outras divisões (que giram cerca de DM 50 bilhões); (iv) o anúncio da Siemens sobre seus planos de livrar-se de negócios periféricos (especialmente da divisão de semicondutores, responsável por cerca de 1/7 do volume de negócios da empresa), o que reduziria em 1/3 o número de empregados; (v) o anúncio da Hoechst sobre sua intenção em focar os negócios somente em *life sciences*, etc (Aldrichi, 2000)⁸⁸.

Ademais, as pressões crescentes por liquidez financeira têm contribuído fortemente para que mudanças ocorram. Ao final de 1988 os bens financeiros das famílias equivalem ao dobro da renda anual disponível; esses agentes iniciam um

⁸⁷ O Deutsche Bank anuncia em dezembro de 1998 que está se ajustando para “colocar para fora” cerca de US\$24 bilhões de participações em companhias industriais sob seu controle. Estima-se que o valor total de participações das companhias em outras companhias seja algo em torno de US\$106 bilhões, dos quais 40% está concentrado na Allianz, 20% estão nas mãos do Deutsche Bank, 14% com o Dresdner Bank, 11% com Hipo Vereinsbank, e 2% com Commerzbank (The Economist, 8 janeiro 2000, *apud* Aldrichi, 2000:53).

⁸⁸ De acordo com Heribert Meffert, da University of Münster, a diversificação dos conglomerados em um passado recente respondia por 2/3 de todas as empresas alemãs, enquanto hoje elas representam somente 1/4 (Aldrichi, 2000).

movimento no sentido de mover suas poupanças dos bancos em direção aos instrumentos de alto rendimento como seguros, títulos com taxas fixas e *mutual funds*.

A pretensão de tornar Frankfurt o centro financeiro europeu, aliada à prevenção de possíveis perdas nas bolsas para os americanos ou outros rivais europeus, têm induzido as autoridades financeiras a concentrar esforços no sentido de promover o mercado de capitais e reformar os mecanismos de governança na Alemanha⁸⁹.

Por outro lado, embora seja inquestionável que alterações importantes estejam ocorrendo, permanecem algumas características decisivas que dificultam claramente o avanço do *shareholder model*, como a ausência de proteção legal para os acionistas minoritários, a obstrução acerca da recomendação de se reduzir o tamanho dos conselhos de supervisão das empresas (a sociedade entende essa tentativa como uma estratégia para diluir o poder dos trabalhadores na composição de tais conselhos (OECD, 1998) e, principalmente, a força que o trabalho, como um todo, assume no cenário corporativo alemão, bem como a incredulidade, tanto da sociedade, como das próprias autoridades em relação a modificações estruturais.

Isto, entretanto, não significa que seja possível descartar completamente a possibilidade de que tal movimento ocorra, seja porque a confluência de mudanças

⁸⁹ Como exemplos: (i) a *Law to Ease Capital Procurement*, de 1998, que autoriza as companhias listadas alemãs a seguir o padrão de contabilidade internacional, revelando seus relatórios financeiros consolidados, com o objetivo de remover os sérios obstáculos que as empresas têm em obter finanças no mercado de capitais global; (ii) a substituição da *Securities Trading Law (Wertpapierhandelsrecht)* pela EU Transparency Directive, com o objetivo de reduzir o *gap* entre os padrões alemão e internacional de supervisão de comércio de títulos (incluindo a proibição de comércio entre *insiders* e a necessidade de revelação dos requerimentos para acionistas que possuam mais de 5% do total de *equity capital*); (iii) a criação de uma autoridade de supervisão para *securities trading*; (iv) a desregulação da *stock corporation law*, e, principalmente, o *Act on Corporate Control and Transparency (the KonTraG)*, de 1998, que surge como uma tentativa de alinhar as regras de *corporate governance* aos padrão seguido pelos membros da OECD. Segundo este ato, os membros dos conselhos administrativos das empresas devem fornecer informações detalhadas acerca do planejamento da empresa para os membros do conselhos de supervisão; as companhias listadas e bancos devem detalhar em seus balanços gerais todas as relações assumidas com outras empresas; os membros do conselho de supervisão devem se reunir no mínimo 4 vezes ao ano, etc. (Aldrichi, 2000)

estruturais nas esferas financeiras e produtivas foram e são expressivas, seja porque, nas palavras de O'Sullivan (1998:40), "*uma das mais importantes lições que a história da American corporate governance nos ensina é que em face de mudanças produtivas e financeiras (...) os 'organization men' podem ser induzidos por meio de incentivos apropriados ao auto-enriquecimento, tornando-se desta forma ardentes proponentes do shareholder value*".

A despeito de tais eventos, pode-se afirmar, com base nas atuais evidências disponíveis, que as mudanças recentes no ambiente financeiro afetaram e permanecem afetando a estrutura tradicional de *corporate governance*, mas o impacto até o presente momento tem se limitado às grandes companhias listadas, que possuem estrutura de posse dispersa e que apresentam ligações financeiras e econômicas internacionais firmemente estabelecidas.

Ademais, estas alterações de forma alguma podem ser avaliadas como sinônimo de abandono do *stakeholder model*, principalmente devido à resistência política e dos sindicatos de trabalhadores, que têm firmemente atacado os defensores do *shareholder value*, acusando-os de tentar introduzir o "*cassino capitalism*" na Alemanha. Outros fatores também traduzem-se em barreiras importantes, como o fato do modelo anglo-saxão apresentar problemas relacionadas a falhas de mercado, tais como informação assimétrica, contratos incompletos e falta da coordenação (Aldrichi, 2000) e porque o tradicionalismo tem, sem sombra de dúvida, um peso determinante para os alemães: as fundações do controle organizacional foram colocadas há muito tempo e persistem, a despeito das enormes pressões (O'Sullivan, 1998). Tais fundações fornecem a possibilidade de manter a coordenação de interesses administrativos, financeiros e laborais na formação de um novo sistema de controle organizacional que não necessite negar o seu passado para ser capaz de incorporar as inovações disponíveis no ambiente corporativo global.

2.3.3 – A Corporate Finance Alemã: A tendência à Heterogeneidade

De acordo com Williamson (1986), a estrutura financeira das empresas depende de suas respectivas necessidades de financiamento, que não podem ser avaliadas completamente caso não se considere tanto o lado do passivo como o lado dos ativos: “o comportamento financeiro das empresas depende de suas necessidades de financiamento que surgem dos ciclos de conversão dos ativos”⁹⁰.

Desta forma, este item trata a *corporate finance* alemã considerando a estrutura de passivos e a estrutura de ativos, separadamente. Além dessa divisão, a avaliação, seguindo o padrão da principal fonte de informação, será feita considerando a participação por classes de empresas, definidas em função do número de empregados, conforme quadro abaixo (nesse caso, para avaliar a participação de cada classe, o instrumento utilizado será a mediana).

Classificação do padrão dos empreendimentos alemães, de acordo com o número de empregados (Relatório *Bundesbank-Banque de France*).

Microempresas	1 – 19 empregados
Pequenas empresas	20 – 99 empregados
Médias empresas	100 – 499 empregados
Grandes empresas	500 – 1999 empregados
Maiores empresas	2000 empregados ou mais

A opção de se utilizar essencialmente de uma única fonte de informações explica-se pela origem e confiabilidade dos dados (banco central alemão, dados primários) e pela abrangência e atualidade dos mesmos (a análise centra-se no último ciclo de negócios das corporações produtivas alemãs para o período compreendido

⁹⁰ Esta sessão está essencialmente baseada em um estudo sobre *corporate finance* dos empreendimentos não financeiros (no caso da Alemanha, focando o setor manufatureiro), realizado em 1999, pelo *Bundesbank-Banque de France*, por meio de um convênio entre as duas instituições. A utilização desta fonte de informações, associada ao fato de se concordar com a proposição de Williamson, faz com que se mantenha a organização proposta por tal estudo, qual seja, analisar as finanças corporativas avaliando tanto o lado dos passivos como o lado dos ativos.

entre fins dos anos 80 a 1995. Ademais, este estudo apresenta os dados também sob a forma de gráficos, os quais serão utilizados como instrumento de análise.

A estrutura de passivos será analisada por intermédio das seguintes fontes: (i) recursos próprios; (ii) endividamento e (iii) provisões.

Os recursos próprios, entendidos como capital subscrito mais reservas, assumem um papel de destaque no financiamento do investimento, principalmente para as grandes corporações.

O financiamento por endividamento é avaliado considerando-se o total de dívidas (empréstimos bancários, credores comerciais, empréstimos do grupo e de companhias associadas e outros empréstimos). Consideram-se, em especial, os empréstimos bancários, instrumento de financiamento fundamental para pequenas e médias empresas.

A análise das provisões compreende os recursos por precaução (riscos e mudanças) e aqueles relativos aos fundos de pensão, relevantes para o financiamento das grandes corporações.

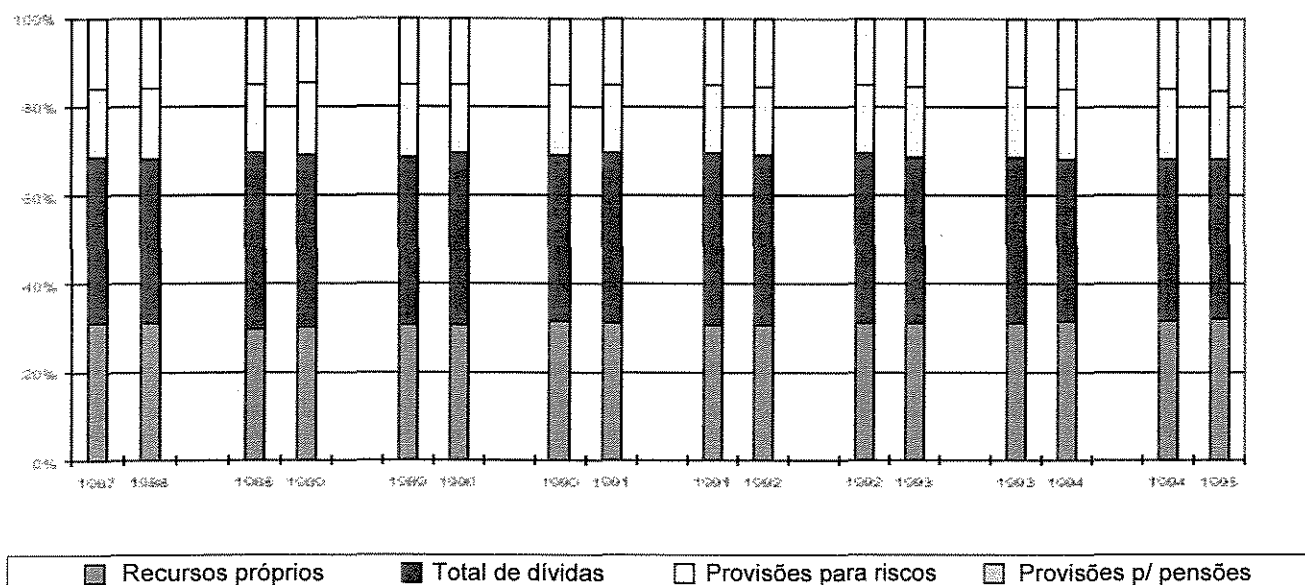
A estrutura de ativos das corporações alemãs contempla os ativos fixos (tangíveis e financeiros) e os ativos correntes (créditos dentro dos grupos de empresas, estoques e liquidez).

Finalmente, avalia-se a tendência geral do comportamento dos demandantes quanto à composição das suas estruturas de ativo e passivo.

2.3.3.1 – O lado dos passivos

A estrutura de passivos das corporações alemãs, para o período que se estende de 1987 a 1995, apresenta uma tendência à estabilidade. Para a totalidade dos empreendimentos alemães (em termos de média ponderada), há uma quase similar proporção de cada uma das fontes de financiamento referidas acima no total das obrigações. O gráfico abaixo demonstra essa situação

Gráfico 1 - Estrutura de passivos: participação dos tipos de passivos em relação aos Passivos Totais (Alemanha, 1987-1995, em termos de média ponderada)



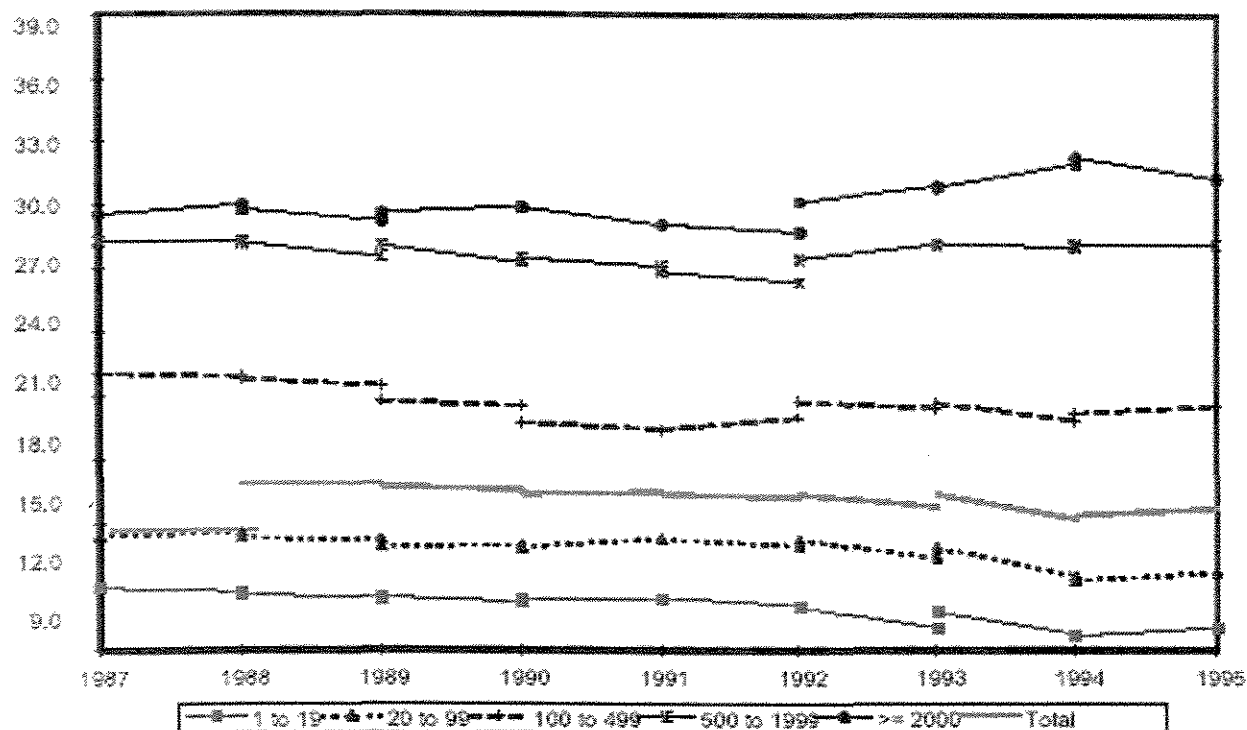
Fonte: Relatório *Bundesbank* – Banque de France, 1999:66

2.3.3.1.a – A importância dos recursos próprios

A participação dos recursos próprios no total das obrigações para o setor produtivo alemão permanece relativamente estável, em cerca de 17%, considerando-se o período compreendido entre o final dos anos 80 até 1995 e utilizando como parâmetro, a mediana. Se a análise considerar a importância dos recursos próprios de acordo com a participação das classes de empresas, verifica-se uma clara distinção: a

diferença de importância dos fundos próprios entre as menores e as maiores corporações alemãs é de mais de 20 pontos percentuais (Relatório *Bundesbank-Banque de France* 1999). O gráfico abaixo demonstra essa situação.

Gráfico 2 – Recursos Próprios / Total de Passivos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



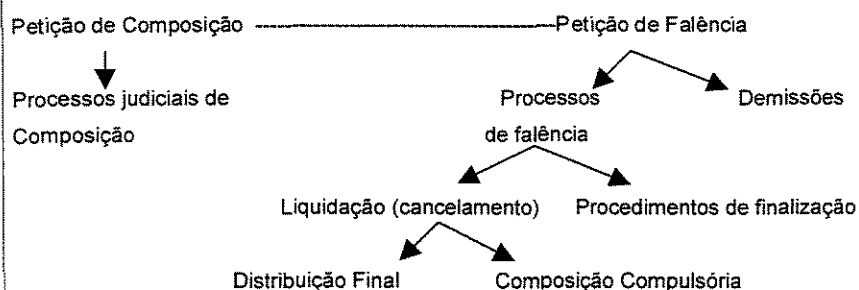
Fonte: Relatório *Bundesbank – Banque de France*, 1999:68

A elevada autonomia financeira das grandes corporações contrapõe-se às pequenas e médias empresas, que tendem a ser menos capitalizadas (observa-se um declínio de cerca de dois pontos percentuais para as três classes mais baixas, nos últimos anos, em contraste com as grandes corporações, que aumentaram a utilização de recursos próprios).

Segundo Delbreil *et al.*, (1997), o nível de capitalização das empresas alemãs está diretamente associado às leis de insolvência que reconhecem os empréstimos colaterais. Isto é de extrema importância para o acesso às pequenas e médias empresas aos empréstimos bancários (La Porta *et al.*, 1998).

O reconhecimento de colaterais, de acordo com o regulamento de insolvência alemão, ocorre mesmo em situações de falência, por meio dos conceitos legais de direitos de divisão e direitos preferenciais (satisfação preferencial), como forma de garantir os interesses dos credores. Este favorecimento dos credores potencializa o aumento dos empréstimos, particularmente para pequenas e médias empresas, estimuladas ainda pelo princípio *hausbank* (que possibilita aos bancos informações completas sobre as empresas, acesso a colaterais adicionais e uma substancial diminuição dos riscos de crédito). Por estes aspectos, a importância dos fundos próprios inevitavelmente decresce sob tais circunstâncias (relatório *Bundesbank-Banque de France*, 1999). O quadro abaixo detalha o regulamento de insolvência alemão.

Quadro 2 – Estrutura e sequência dos procedimentos de insolvência alemã



"Os procedimentos de insolvência que é correntemente aplicada na Alemanha, distinguem-se entre processos judiciais de composição e processos de falência. O objetivo dos processos judiciais de composição é evitar a falência por meio de acordos. [Sob tal instrumento, os interesses econômicos dos devedores são dirigidos somente no sentido de liquidação dos ativos e na distribuição para os credores]. De acordo como o Código de Composição, podem ser instituídos somente por meio de requerimentos do devedor. Diferente dos procedimentos de falência, os passivos e ativos continuam a ser administrados pelo próprio devedor. Atualmente, estes procedimentos de composição não ocorrem na prática e, portanto, os regulamentos sobre insolvência referem-se essencialmente aos procedimentos de falência.

Os processos de falência podem ser requisitados pelo devedor ou pelos próprios credores e ocorrem em casos de insolvência ou sobre-endividamento (no caso de pessoas jurídicas). Procedimentos de falência são iniciados somente se os ativos disponíveis forem suficientes para cobrir os custos dos processos ou se os credores anteciparem o pagamento correspondente. Os procedimentos são finalizados se aparentemente os ativos disponíveis não são suficientes para cobrir os custos dos processos ou se todos os credores não concordarem em exigir uma declaração de falência. Em situações nas quais os procedimentos de falência são iniciados, os devedores são desprovidos do acesso e o controle sobre todos os seus bens, embora os seus direitos de posse e controle não sejam afetados. É nomeado um "liquidante" para administrar os ativos do devedor em seu lugar. Em paralelo com estas disposições legais, busca-se o "seqüestro" de todos os bens encontrados. Qualquer ordem de débitos em favor de credores individuais é suspensa durante o processo de falência: a todos os credores relacionados está assegurado que seus direitos estão registrados.

Credores com "direitos diferenciados" (*Absonderung*) —comumente credores de penhora e proprietários de colaterais (geralmente bancos)— podem declarar seus direitos preferencialmente, o que na prática significa ter seus direitos satisfeitos fora dos procedimentos de falência e, portanto, ter acesso imediato aos valores relativos dos ativos liquidados. Credores que não têm direitos preferenciais necessitam esperar pela distribuição final. Dívidas prioritárias (corte judicial, custos de realização e sustento para o devedor) e custos prioritários incorridos, em conexão com os procedimentos de falências (direitos relacionados às atividades do liquidante, direitos trabalhistas relacionados ao período imediatamente anterior ou durante o processo) devem ser considerados. Somente depois dos direitos preferenciais dos trabalhadores, Estado, e órgãos públicos, são considerados os direitos dos credores não preferenciais.

Quando da distribuição final dos direitos, existe a possibilidade do devedor propor uma composição compulsória aos credores não privilegiados, significando que de acordo com tal composição, os credores desistem de parte de seus direitos que não podem ser indenizados como forma de acelerar o processo. Na prática isto raramente ocorre.

Em suma, de acordo com os procedimentos de insolvência alemão, os direitos dos credores são protegidos e costuma-se dividir estes direitos entre "direitos legais de divisão" (*Aussonderung*) e "direitos diferenciadas" (*Absonderung*). Enquanto os direitos de divisão capacitam os credores a reclamar os bens relativos a que têm direitos, os "direitos diferenciadas" possibilita aos credores obter imediatamente tais bens. Para os outros tipos de garantias, na forma de bens móveis (transferência e assinatura de posse por penhor ou hipoteca através de transações legais) também estão assegurados os direitos preferenciais.

Portanto, certas categorias de credores na Alemanha, notadamente os bancos, possuem garantias abrangentes contra possíveis perdas relacionadas a maus débitos em situações de falência. Eles podem limitar seus riscos de *default* extensivamente pelo estabelecimento de posse real e bens móveis, por meio da condição de "direitos preferenciais". Segundo Drukarczyk et al., (1985), um estudo na Alemanha demonstra que para os anos de 1981 e 1982, a média de perdas relacionadas a dívidas ruins foi somente de 16 %."

Fonte: Relatório *Bundesbank-Banque de France*, 1999:71.

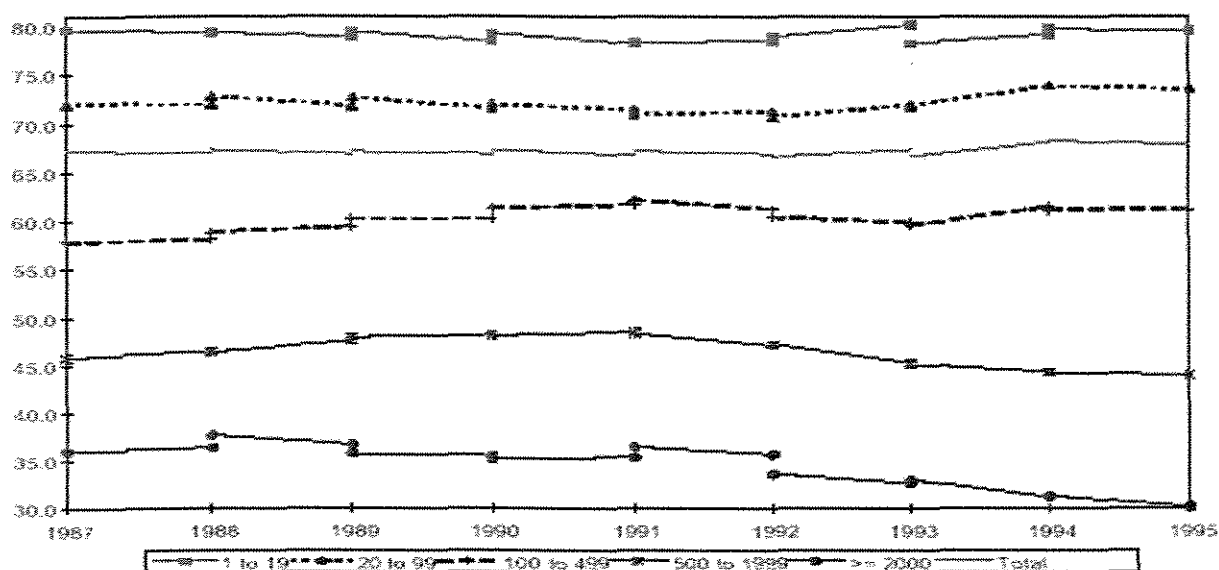
2.3.3.1.b – Estrutura e tendência do padrão das dívidas

A participação do total de credores (empréstimos bancários, credores comerciais, empréstimos do grupo e de companhias associadas e outros empréstimos) nos passivos totais, para o período considerado, tende a permanecer mais ou menos constante. Um aspecto importante a ser destacado é uma relativa insensibilidade às flutuações do ciclo. Mesmo durante o período de desaceleração em 1992/93, as

companhias não mudam seus comportamentos no que se refere à tomada de empréstimos, a despeito de uma perda substancial dos ganhos (Relatório *Bundesbank-Banque de France*, 1999).

Quando a análise considera a participação por classes, observam-se discrepâncias no padrão de dívidas: a participação das dívidas totais varia de 30% para maiores companhias e aproximadamente 80% para as menores corporações. A autonomia financeira das grandes companhias alemãs é reforçada no período compreendido entre o final dos anos 80 e começo dos anos 90, a despeito da reversão do ciclo econômico: há um decréscimo quase contínuo para o caso das grandes empresas no período (de 36% para 30 %).

Gráfico 3 – Total de credores / Total de Passivos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



Fonte: Relatório *Bundesbank – Banque de France*, 1999:85

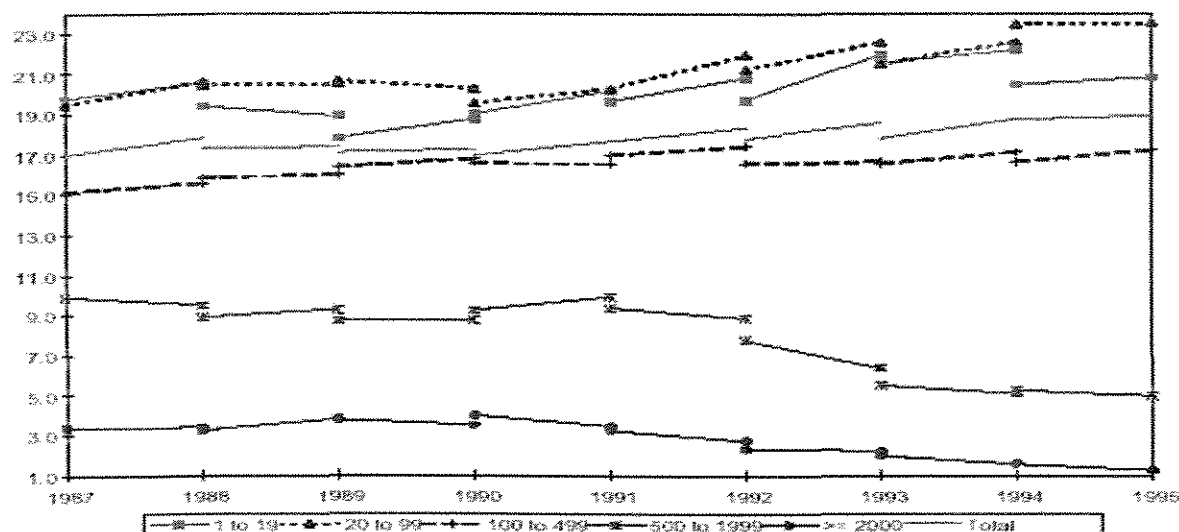
Quando se analisam especificamente os empréstimos bancários, a mediana demonstra que o total de débitos das empresas alemãs junto às instituições de crédito sofre uma leve alteração, passando de 17% para 19% de 1991 em diante. Entretanto, se o parâmetro de avaliação for a média ponderada, o estudo demonstra que há um

movimento no sentido contrário: ocorre um moderado decréscimo desta proporção, de 9% em 1990 para 7% em 1995.

Esta suposta contradição pode ser explicada considerando-se os padrões de empréstimos por tamanho de firma. A média ponderada total da participação das dividas bancárias é massivamente influenciada pelas situações específicas das grandes companhias. Devido a esse grande peso, estes números refletem uma tendência em direção a desintermediação nos segmentos de firmas com mais de 500 empregados e um processo de crescente intermediação para as classes entre 20 a 499 empregados.

É possível afirmar, portanto, que para uma substancial proporção das empresas alemãs, notadamente para aquelas como menos de 500 empregados, os empréstimos bancários convencionais ainda se apresentam como uma importante fonte de financiamento, conforme gráfico abaixo.

Gráfico 4 – Empréstimos bancários totais / Total de Passivos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



Fonte: Relatório *Bundesbank* – Banque de France, 1999:86

Esta forte (e aparentemente crescente) dependência de créditos bancários, por parte das pequenas e médias empresas alemãs, indica claramente que a *corporate finance*, especificamente para este padrão de companhia, é orientada por bancos (*bank-oriented system*), principalmente em função do aparato institucional e das regulações legais, as quais claramente limitam os riscos de crédito por bancos: as regulações legais, associadas ao princípio '*Hausbank*' fornecem condições extremamente favoráveis para a intermediação bancária e, portanto, os instrumentos de financiamento baseados no mercado assumem um papel irrelevante para uma grande proporção dos negócios alemães.

Os dados possibilitam concluir que, para os segmentos de pequenas e médias empresas, os convencionais empréstimos bancários ainda representam o instrumento clássico para o financiamento da formação de capital, dadas as facilidades de acesso à eles.

Quadro 3 – Natureza e origens das relações bancárias preferenciais – '*Hausbank*'

O papel que os bancos assumem – especialmente no financiamento das pequenas e médias empresas – caracteriza "um sistema de empréstimos de relacionamentos", comumente denominado de princípio "*hausbank*".

Na prática, esta relação está refletida no fato de que a maioria das pequenas e médias empresas alemãs concentra suas atividades bancárias em um único banco, responsável pelas principais transações bancárias e que garante tratamento preferencial e relacionamentos de longo prazo com os seus clientes '*hausbank*'.

Estas fechadas e estáveis relações, que não necessariamente excluem o uso simultâneo de outras instituições de crédito, estabelecem um ambiente de segurança e cooperação entre as companhias e os bancos envolvidos que é frequentemente descrito como uma espécie de sociedade. Para pequenas e médias empresas, a relação '*hausbank*' é de extrema importância não somente no que diz respeito às suas transações financeiras correntes, mas também porque:

- Assegura flexibilidade e fácil acesso a empréstimos bancários de curto prazo, de acordo com as necessidades financeiras, durante a conversão do ciclo de ativos, na forma de operações ou facilidades permanentes de créditos, geralmente "colateralizados".
- Encoraja finanças de longo prazo, possibilitando assim a reorganização e o crescimento das empresas. Este tipo de financiamento é especialmente importante para investimentos em P&D e em treinamentos de trabalhadores.
- Ajuda as empresas a ter acesso a empréstimos subsidiados e em situações de necessidade de capital para iniciar novas atividades (*start-up capital*), geralmente por intermédio dos bancos públicos.
- Fornece numerosos serviços – especialmente consultorias administrativas e financeiras – para os clientes '*hausbank*'.
- Em situações de problemas financeiros, em particular, esta relação assume um papel ativo, no sentido de "sustentar" o negócio, por meio de compra das ações, cancelamento e reestruturação de débitos, extensão de novos créditos e até mesmo envolvimento temporário no processo de tomada de decisões da companhia.

- Frequentemente os bancos também atuam como depositários (fiduciários) dos ativos privados dos administradores, proprietários de firmas e seus familiares.

A relação *hausbank* também acarreta uma série de vantagens para os bancos envolvidos:

- Favorece a acumulação de informações relevantes sobre as decisões de crédito e portanto, além de minimizar informações assimétricas entre tomadores e emprestadores, contribui efetivamente para o monitoramento, aspectos que reduzem sensivelmente o risco de crédito para os bancos.

- Minimiza os custos de transação dos bancos via economias de escala e escopo no que diz respeito à produção e uso das informações.

- Incentiva a lealdade dos clientes e coloca os bancos em uma situação de quase monopólio, assegurando compensações no futuro, dada a competição dos outros bancos.

Com respeito às grandes companhias, a maior causa das associações diretas com o sistema bancário está fundada sobre a típica estrutura de *governance* alemã. Os grandes bancos comerciais alemães não somente controlam o acesso das companhias ao mercado de capitais, como possui participação expressiva, tem direitos de voto por procuração e estão diretamente integrados às diretorias das corporações (devido à sua representação no conselho de supervisão, como visto).

Entretanto, estas situações não se aplicam às pequenas empresas. Para estes empreendimentos, os serviços de consultoria bancária, em particular, tendem a estabelecer um canal eficiente de influência, baseado nas relações estreitas, que permitem aos bancos exercer considerável influência sobre as estratégias e decisões de investimento das companhias.

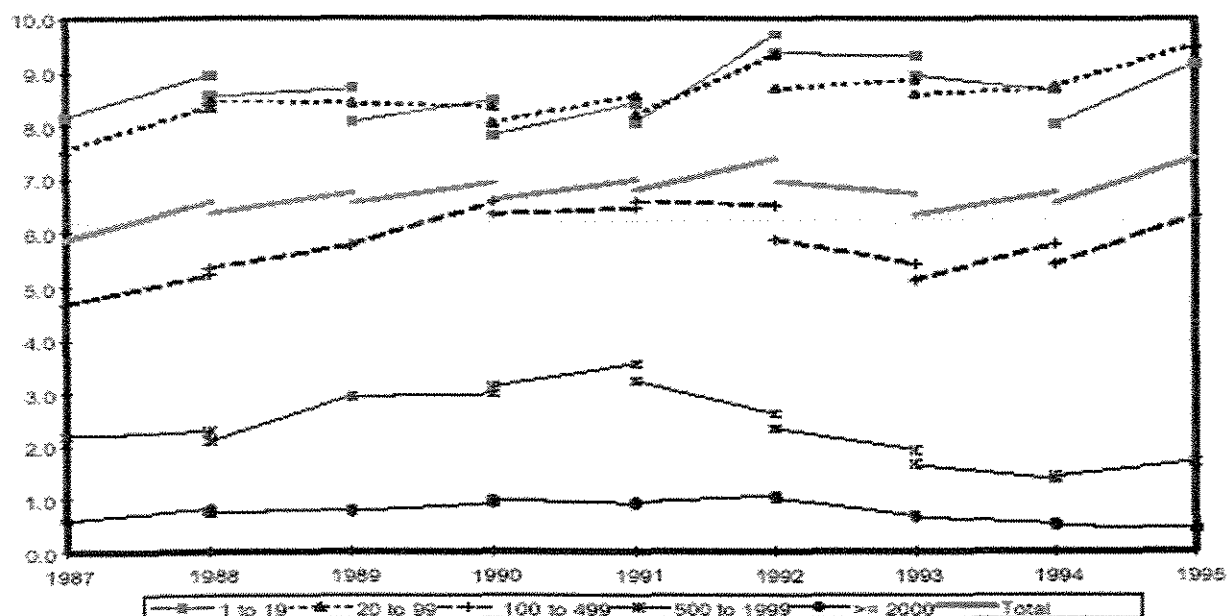
Um adicional fator de estabilidade do sistema *hausbank* está associado à já discutida legislação alemã de insolvência, que dá prioridades consideráveis aos bancos credores (o que de certa forma está associado às perdas associadas à insolvência relativamente baixas, na Alemanha).

Em suma, o sistema *hausbank* aparenta ser um instrumento eficaz para bancos e seus clientes corporativos no sentido de se alcançar contratos de empréstimos adequados, o que contribui para diminuir os custos agregados do financiamento e prevenir racionamentos de crédito. Obviamente, este modelo tem sido sistematicamente foco de críticas, que convergem sobretudo na influência excessiva dos bancos nas corporações, o que afetaria não somente a competição no setor, mas também a performance econômica (ver Sherman and Kaen, 1997)."

Fonte: Relatório *Bundesbank-Banque de France*, 1999:89.

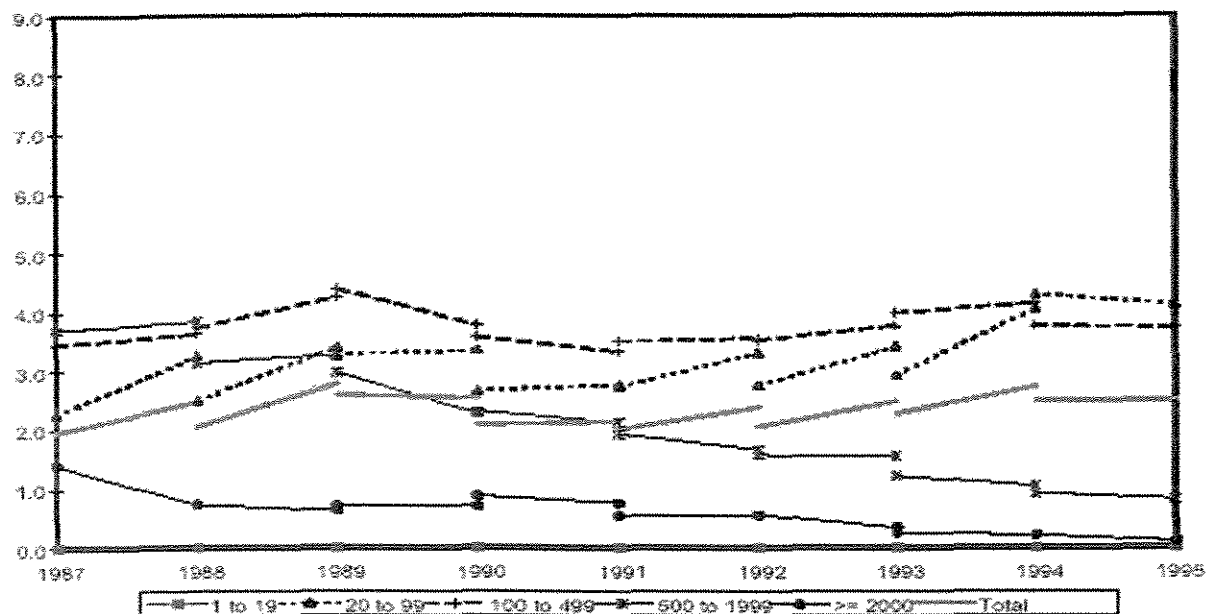
No que se refere às estruturas de maturidade dos empréstimos bancários, verifica-se que os empréstimos de curto prazo aparentam ser particularmente altos, principalmente para as pequenas empresas, com dívidas na forma permanente de créditos facilitados ou operações gerais de empréstimos, frequentemente colaterizados, assegurando as firmas um alto nível de flexibilidade financeira.

Gráfico 5 – Empréstimos Bancários de Curto Prazo / Total de Passivos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



Fonte: Relatório *Bundesbank* – Banque de France, 1999:96

Gráfico 6 – Empréstimos Bancários de Longo Prazo / Total de Passivos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



Fonte: Relatório *Bundesbank* – Banque de France, 1999:97

A aquisição de fundos emprestados via grupos de *holdings companies*, como uma alternativa de fonte de financiamento das corporações, tende a ser relativamente importante na Alemanha, sugerindo que para alguns segmentos das manufaturas alemãs (uma fração de pequenos negócios, geralmente subsidiárias de grandes corporações e para grandes empresas), os empréstimos bancários têm sido constantemente substituídos por financiamento dentro do grupo. Este fenômeno revela uma tendência geral crescente entre os maiores grupos manufatureiros alemães nos últimos anos. Estes captam nos mercados nacional e internacional de capitais e repassam os fundos dentro do grupo, desconsiderando assim os intermediários (*Deutsche Bundesbank*, 1996).

Quanto ao empréstimos comerciais (inter indústrias), sabe-se que em situações nas quais as empresas encontrem dificuldades de obter créditos bancários, elas irão tentar obter termos mais favoráveis ou estender ao máximo os pagamentos aos seus fornecedores (Dietsch, 1993). No caso alemão, mais uma vez, a importância dos créditos comerciais varia substancialmente de acordo com o tamanho da firma. Segundo o relatório do *Bundesbank-Banque de France* (1999), esta fonte de financiamento apresenta uma certa importância para pequenas empresas (cerca de 16% frente à 6% para as maiores corporações).

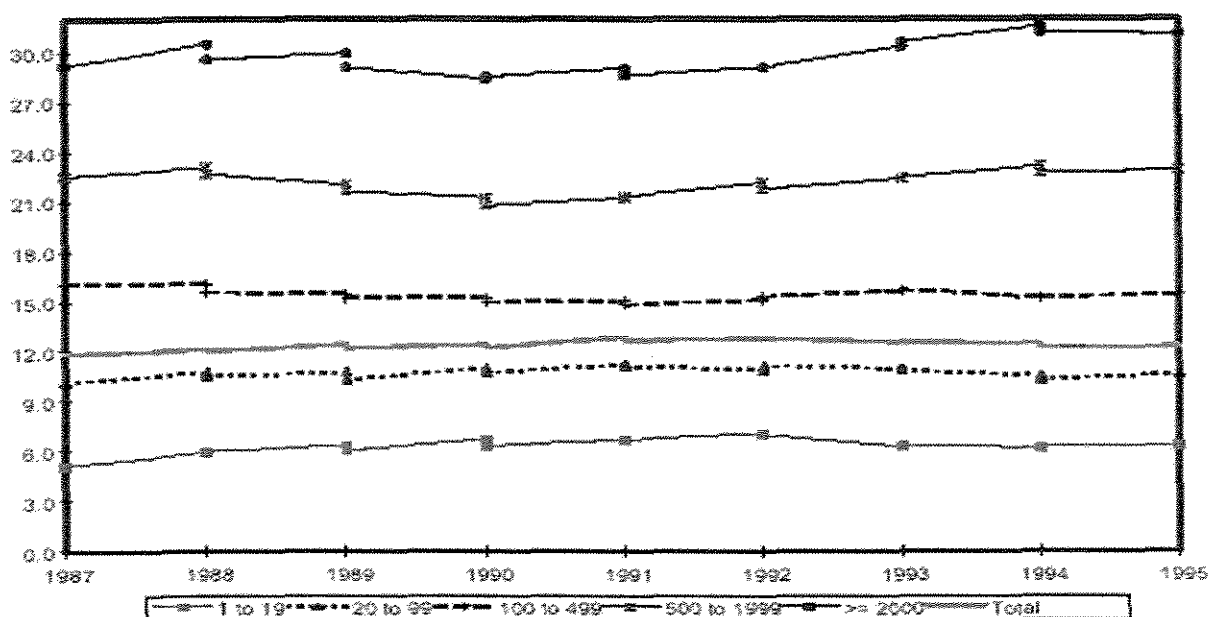
2.3.3.1.c – A importância das Provisões

As provisões alemãs colocam-se como uma fonte particularmente importante para o financiamento das empresas, principalmente para as grandes corporações. Isto porque uma grande parte destes fundos (principalmente as provisões para pensões) está disponível no longo prazo para as firmas em um contexto de financiamento interno.

Segundo o relatório do *Bundesbank-Banque de France* (1999), a mediana demonstra uma participação das provisões de aproximadamente 30% para as maiores companhias, o que equivale a cerca de 40%, em termos de média ponderada para o período como um todo (1987-1995), indicando que, para este segmento, esta fonte de financiamento apresenta-se como o mais importante canal de financiamento. Com isto, pode-se afirmar que, para este particular tipo de empreendimento, há um quase completo grau de autonomia financeira.

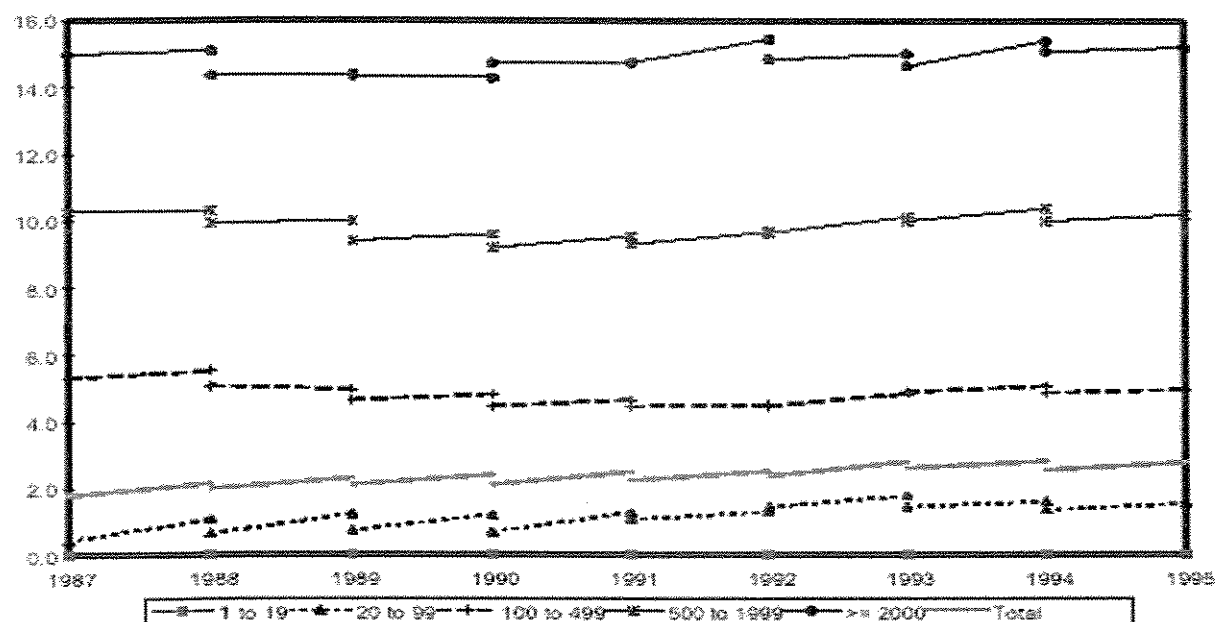
Esta característica está associada diretamente à provisão para os fundos de pensão (detalhado no quadro abaixo), o que para os pequenos negócios (corporações com tamanho até 499 empregados), é quase insignificante (0% a 5%), na medida em que estas companhias não estão suficiente estruturadas para estabelecer sistemas de pensão como um instrumento de *corporate finance*. Veja gráficos abaixo.

Gráfico 7 – Provisões para riscos e mudanças / Total de Passivos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



Fonte: Relatório *Bundesbank – Banque de France*, 1999:111

Gráfico 8 – Provisões para Pensões / Total de Passivos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



Fonte: Relatório *Bundesbank* – Banque de France, 1999:112

Quadro 4 - Conceito e significado do sistema de pensão alemão

Os esquemas de pensão possuem uma longa tradição na Alemanha, onde prevalecem os *internally funded schemes*, (que têm caráter suplementar em relação ao sistema público de previdência), nos quais os fundos acumulados são contabilizados pela empresa patrocinadora em seu balanço, tornando-se obrigações diretas da empresa para com os trabalhadores. Tal acúmulo de obrigações diretas (*Direktzusagen*) é conhecido como criação de *book reserves* –por lei, sob tal sistema, as contribuições dos empregadores são isentas de impostos da mesma forma que as dos empregados e os recursos, atualmente, são incrementados a uma taxa de 6% ao ano.

Estes esquemas, operados diretamente pelos empregadores são uma peculiaridade alemã, sob a qual os trabalhadores têm direitos a pensões, tal como os ganhos oriundos do seu trabalho. A diferença é que este direito a pensão não é pago junto com o salário, mas retido pela empresa como um tipo de esquema de poupança interna (*in-house savings scheme*). Em consequência, a empresa executa a função de uma seguradora no que se refere aos seus empregados. Por intermédio dos compromissos diretos de pensão, há o comprometimento por parte do empregador de garantir os benefícios da pensão.

O "Ato de Pensão da Companhia", estipulado em 1974, estabelece certos padrões mínimos para os benefícios fornecidos pelo empregador, inclusive proteção para os direitos de pensão em situações de insolvência das empresas (oferecido pelo *Pension Sicherungs-Verein* - PSVaG, que para evitar riscos extremos ou mesmo na tentativa de evitar fraudes por parte dos responsáveis pelos planos, determina que os acréscimos aos benefícios garantidos pelo plano no ano imediatamente anterior à falência da empresa sejam excluídos da cobertura do PSVaG).

Do ponto de vista da empresa, as provisões de pensão permitem a acumulação interna de somas destinadas a despesas muito antes de elas tornarem-se obrigações, reduzindo assim os seus lucros declarados (o que significa reduções de impostos), ao mesmo tempo que lhes permitem acumular recursos que podem ser utilizados livremente por um longo período de tempo.

Outra vantagem adicional pode ser executada pelo investimento destes recursos em ativos fixos (tangíveis ou financeiros) ou pela utilização com vistas a para saldar dívidas. Se como resultado, os retornos gerados em função da utilização de tais recursos forem positivos, então, as provisões de pensão fornecem uma possibilidade a mais de ganho para as empresas.

O montante de recursos acumulados por este sistema de provisão para pensões, em abril de 1997 é da ordem de DM 277 bilhões (o que corresponde a cerca de 57% dos ativos dos fundos de previdência privada alemães) (*The Economist*, apud Raimundo, 1997).

Existem ainda outros três tipos de esquemas de previdência privada na Alemanha. Em todos eles os fundos são administrados externamente à empresa. No primeiro tipo (*Direktversicherung*) a empresa contrata uma companhia seguradora que fornece o sistema de pensões para seus funcionários. Essa modalidade detém 20% das obrigações previdenciárias privadas. Os fundos de pensão (*Pensionskasse*) e os "provident funds" ou "support funds" (*Unterstützungskasse*), fundos controlados externamente à empresa mas com possibilidade legal de retornar os recursos para esta, com 10% do total de obrigações cada, completam as formas possíveis do sistema de previdência privada alemão (Davis, 1995).

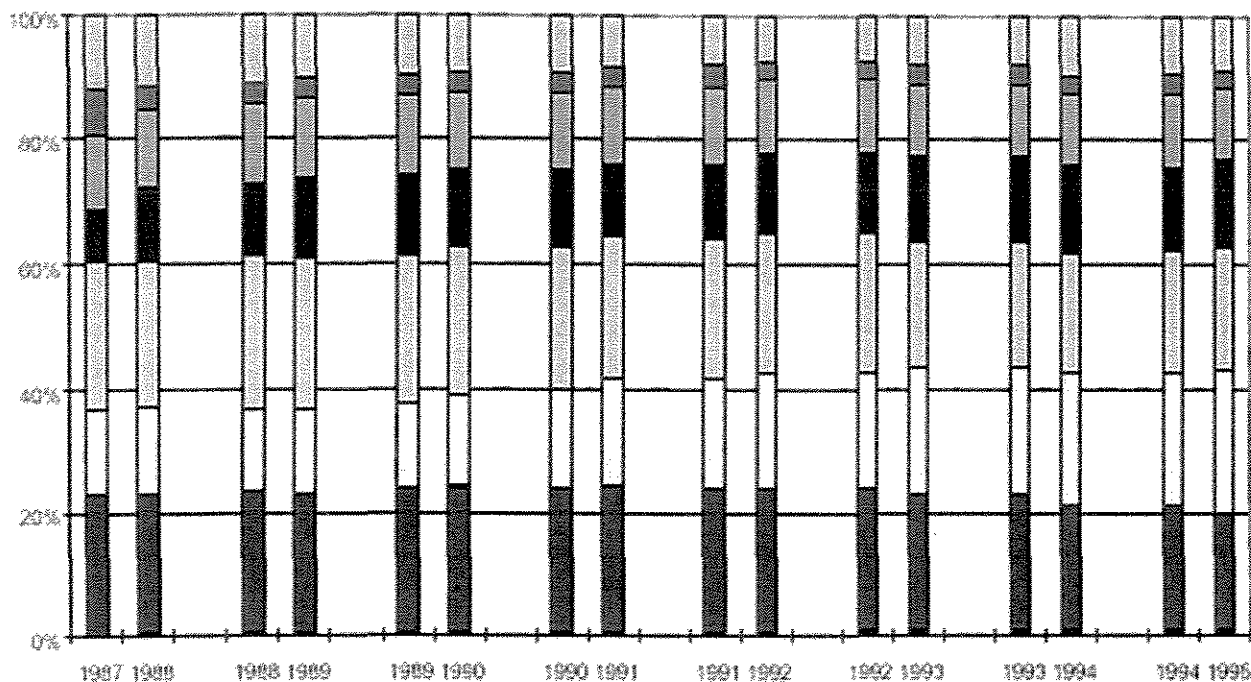
Fonte: Relatório *Bundesbank-Banque de France*, 1999; Raimundo, 1997 e Davis, 1995.

2.3.3.2 – O lado dos Ativos

Para o período analisado, a participação dos diferentes ativos no total de ativos das corporações produtivas alemãs (em termos de média ponderada) apresenta uma tendência a certa estabilidade, embora se verifique uma diminuição dos ativos fixos (tangíveis e intangíveis) e uma elevação dos ativos financeiros (como visto, particularmente devido às grandes corporações). Também a liquidez apresenta uma leve tendência à diminuição, principalmente no começo da década de 90, o que pode

ser explicado pela reversão do ciclo econômico do período. O gráfico abaixo demonstra essa estrutura.

Gráfico 9 – Estrutura de ativos: participação dos tipos de ativos em relação aos ativos totais (Alemanha, média ponderada)



- Ativos fixos (tangíveis e intangíveis)
- Ativos fixos financeiros
- Estoques
- Grupos e companhias associadas
- Devedores comerciais
- Outros devedores
- Liquidez

Fonte: Relatório *Bundesbank* – Banque de France, 1999:117

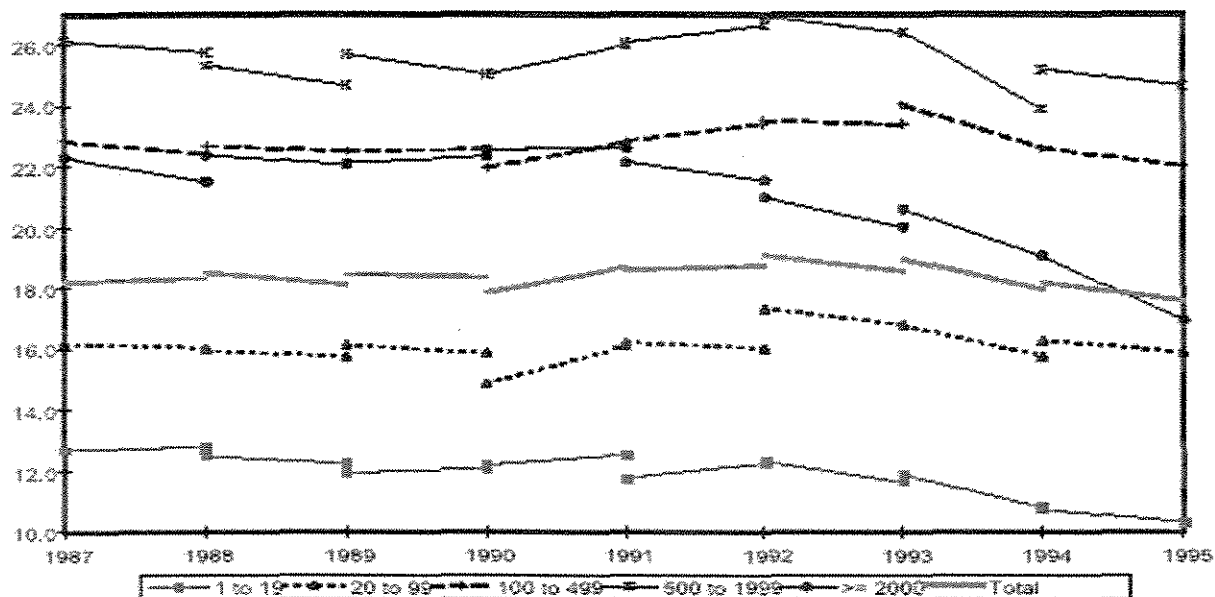
2.3.3.2a – A estrutura dos ativos fixos

Para o período avaliado, a relação demonstra que o conjunto das corporações alemãs mantém o seu estoque de bens fixos tangíveis, à exceção das grandes indústrias, que significativamente reduzem seus estoques de capital, revelando uma

estratégia relativamente contínua de reduzir os investimentos corporativos em capacidade produtiva (a despeito da expansão da capacidade à época da unificação).

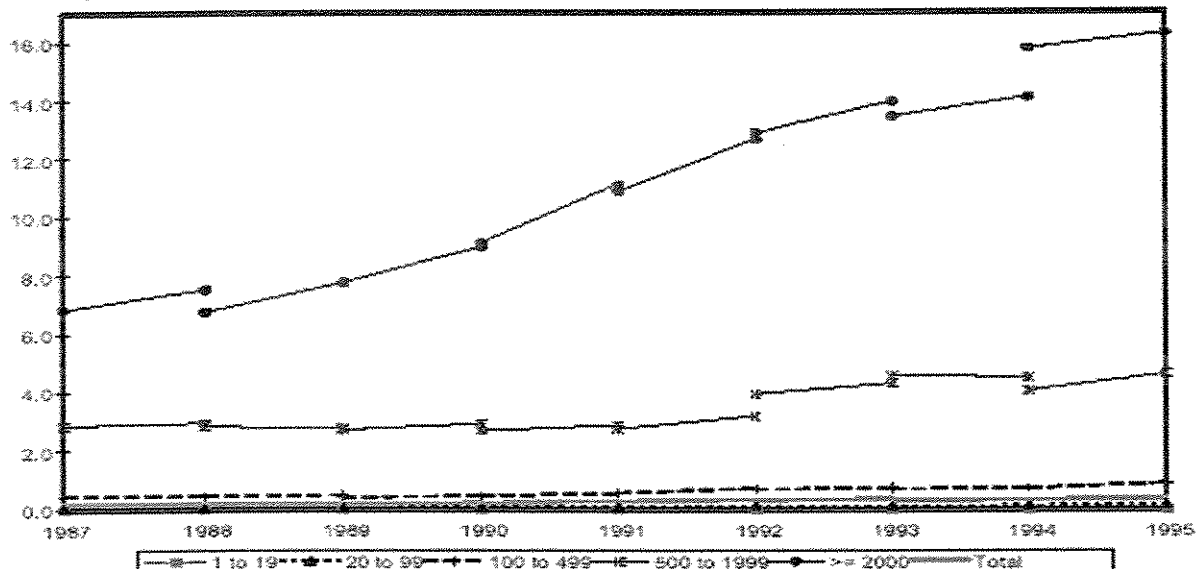
Pode-se supor que esta estratégia das grandes corporações, de alguma forma, está associada ao movimento no sentido do crescimento externo: as grandes empresas atribuem grande ênfase à aquisição de investimentos e na participação em outras companhias, com o propósito de canalizar recursos em direção à aquisição de ativos financeiros, especialmente participação de lucros, ao invés de promover investimentos em ativos fixos tangíveis. Esta alternativa de crescimento externo reflete os efeitos intensificados da globalização: para as maiores corporações, os ativos fixos financeiros cresceram de 7% para 16% (Relatório *Bundesbank-Banque de France*, 1999). Ver gráficos abaixo.

Gráfico 10 – Ativos fixos tangíveis / Total de Ativos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



Fonte: Relatório *Bundesbank – Banque de France*, 1999:119

Gráfico 11 – Ativos fixos financeiros / Total de Ativos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)

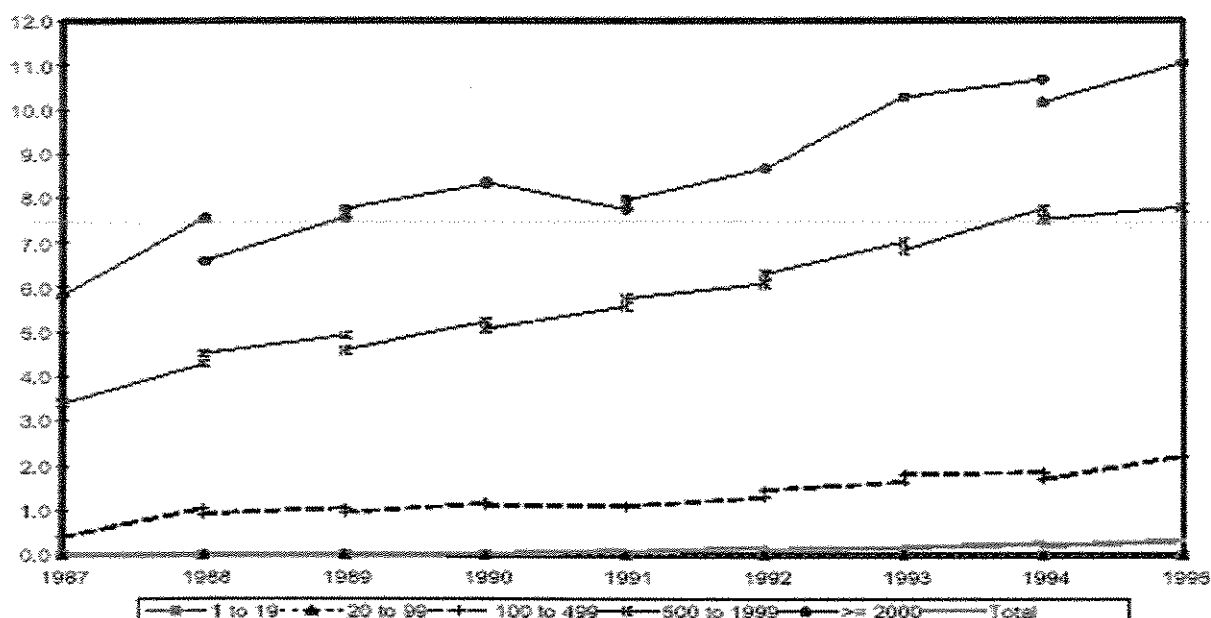


Fonte: Relatório *Bundesbank* – Banque de France, 1999:120

2.3.3.2b – A estrutura dos ativos correntes

No que se refere aos ativos correntes, os sinais de um movimento no sentido da concentração e fortes ações cruzadas no setor manufatureiro alemão estão refletidos no aumento de participação dos devedores no grupo e em companhias associadas em relação aos ativos totais. Esta situação aplica-se sobretudo para as grandes corporações (uma elevação de 6% para 11% para o período, conforme gráfico abaixo).

Gráfico 12 – Devedores no interior das corporações e companhias associadas / Ativos Totais (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



Fonte: Relatório *Bundesbank* – Banque de France, 1999:123

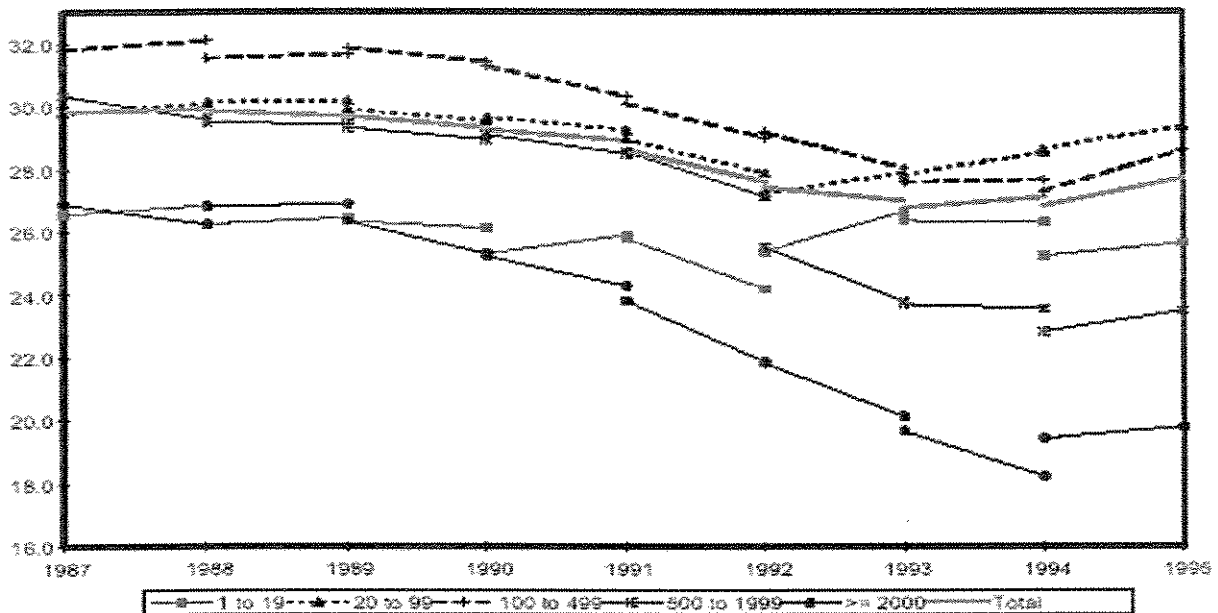
A participação dos estoques no balanço geral é significativa. As empresas alemãs, em geral, registam um volumoso estoque de matéria-prima, bens de consumo e bens finais.

Quando se considera o tamanho das empresas, surgem diferenças. Geralmente as grandes companhias são hábeis em cortar seus estoques de produtos e bens, particularmente em detrimento das médias empresas que predominantemente constituem os seus fornecedores, repassando os custos de administração de seus estoques em direção a esses agentes e também aos consumidores.

A possibilidade de deterioração na lucratividade das companhias pressiona também as pequenas e médias empresas, que buscam também reduzir os seus estoques no começo dos anos 90. De acordo com recentes pesquisas, os estoques, devido às facilidades e baixos custos de ajustamento, são as principais respostas das

companhias durante as recessões (Carpenter et al., 1994 *apud* Relatório Bundesbank-Banque de France, 1999). Ver gráfico abaixo.

Gráfico 13 – Estoques / Total de Ativos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



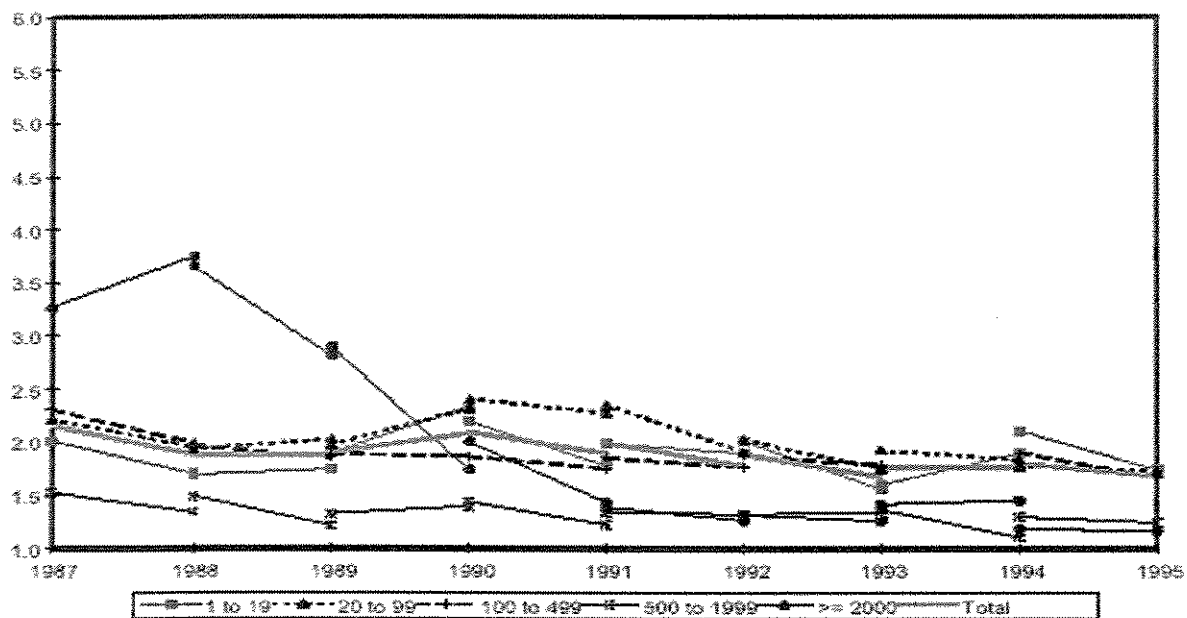
Fonte: Relatório *Bundesbank* – Banque de France, 1999:124

De acordo com Hicks (1974), as firmas que não têm acesso a créditos correntes podem ser forçadas a manter um extenso estoque de liquidez com o propósito de assegurar flexibilidade financeira. Portanto, a utilização da liquidez como instrumento de *corporate finance* é entendida como estratégia compensatória para lidar com o crescimento de pressões financeiras durante as fases recessivas, dada a possibilidade de reação imediata a eventos inesperados e imprevisíveis durante períodos de conversão do ciclo.

Para as grandes corporações alemãs, este instrumento tem pouca importância, dado os elevados graus de autonomia e flexibilidade financeiras e para os pequenos negócios alemães, devido às facilidades de acesso aos empréstimos bancários, não há

necessidade de acumular consideráveis somas de dinheiro e investimentos correntes em seus balanços gerais.

Gráfico 14 – Liquidez / Total de Ativos (Alemanha, mediana por tamanho de empresas)



Fonte: Relatório *Bundesbank* – Banque de France, 1999:127

2.3.3.2c – Conclusões: A estrutura de Ativos e Passivos e a Heterogeneidade da Estrutura de *Corporate Finance*

Os dados apresentados demonstram claramente uma certa tendência à estabilidade da estrutura de ativos e passivos das corporações produtivas alemãs para o período avaliado.

Quando a análise considera o tamanho dos empreendimentos, os resultados derivados do estudo indicam claramente que o sistema de *corporate finance* difere substancialmente em aspectos como: fontes principais de financiamento, acesso, intensidade dos usos e processos de substituição entre os diferentes modos de financiamento.

O sistema de financiamento adotado pelas pequenas empresas alemãs pode ser descrito como um tradicional *bank-based model*, apresentando um alto nível de alavancagem e intermediação bancária. Para este segmento, a despeito de todos os esforços em desregulamentar e aumentar o acesso ao mercado de capitais, a contribuição desta fonte ainda tende a ser marginal. Contrariamente, o que se observa é uma tendência em direção a um aumento da intermediação.

Isto sugere que os bancos devem continuar a assumir um forte e importante papel no financiamento das atividades destas companhias: os empréstimos bancários constituem a mais importante fonte de financiamento. Os bancos não somente fornecem flexibilidade financeira para administrar os bens nos períodos de conversão dos ciclos, pela garantia de acesso quase ilimitado ao financiamento de curto prazo, mas também promovem empréstimos bancários de longo prazo em considerável extensão, no sentido de incentivar o crescimento e os processos de reestruturações.

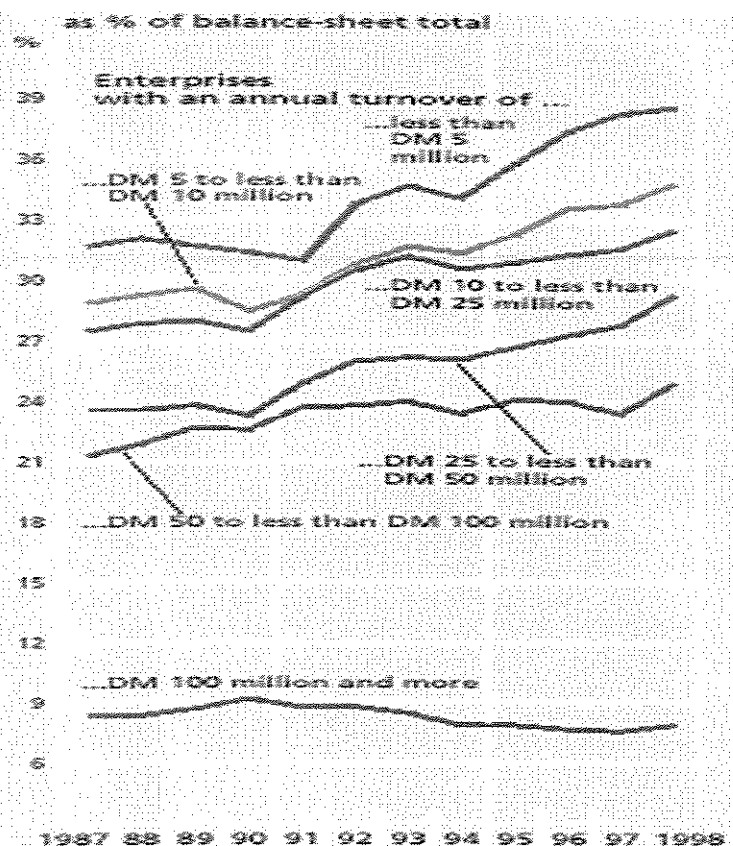
O princípio *"Hausbank"* que se apresenta de forma bastante ativa para este segmento, tende a minimizar não somente os problemas de informações assimétricas, inerentes aos contratos de crédito, dado o fechado sistema de informações constituído, mas também os custos de transação: *"problemas como risco moral e seleção adversa diminuem quando as informações são constantes e confiáveis"* (Relatório Bundesbank-Banque de France, 1999).

O *commitment-based banking model* (Rivaud-Danset e Salais, 1992), aparenta ser particularmente apropriado para descrever as relações específicas entre as pequenas empresas alemãs e o sistema bancário: *"Relações bi-direcionais entre bancos e companhias tendem a se traduzir em fortes relações que aparentam ser um fator explicativo essencial para as observadas excessivas possibilidades de empréstimos das pequenas empresas alemãs. Isto leva a uma típica situação que foi caracterizada por Hicks como uma overdraft economy: o financiamento das atividades é pesadamente concentrado em empréstimos bancários e as facilidades de acesso aos empréstimos de curto prazo garantem às companhias habilidades para reagir a eventos imprevisíveis"* (Relatório Bundesbank-Banque de France, 1999).

A importância dos empréstimos bancários para pequenas e médias empresas pode também ser avaliada mudando-se o padrão de referência. O gráfico abaixo considera o *turnover* anual como parâmetro de avaliação do tamanho das empresas; aliás, é possível verificar que para o período posterior a 1995, esta tendência acentua-se (Deutsche Bundesbank, 2001:63)⁹¹.

⁹¹ importante ressaltar que o gráfico abaixo considera também, na amostra, o comércio a varejo e o setor de transportes.

Gráfico 15 – Empréstimos bancários por tamanho de empresas (Alemanha, como % do total, 1987 a 1988)



Fonte: Deutsche Bundesbank, 2001:140

Em contraste, as estruturas financeiras das grandes empresas alemãs caracterizam-se por um alto nível de autonomia financeira, seguindo uma estratégia financeira de acordo com o *pecking-order approach*, com o autofinanciamento sendo preferido aos empréstimos externos. Para este segmento, não se verifica nem uma dependência significativa de créditos bancários, nem tampouco uma confiança extremada no mercado de capitais. Ao contrário, este segmento tem se mostrado hábil em criar um *“tipo de mercado de capitais interno que quase assegura inteiramente a necessidade de fundos para financiar suas operações, com uma substancial soma de provisões, que tendem a ser tão abrangentes quanto os fundos próprios, tendendo a exibir características típicas de uma situação de auto-economy, à la Hicks”* (Relatório Bundesbank-Banque de France, 1999).

O relatório *Bundesbank-Banque de France* (1999) defende argumentos que sustentam a existência de uma tendência crescente no sentido de uma polarização entre as estruturas financeiras das empresas alemãs, demonstrando ser uma característica específica do atual sistema alemão de *corporate finance*.

A tabela abaixo resume as principais características extraídas da estrutura de *corporate finance* alemã.

Tabela 15 – A heterogeneidade da estrutura financeira dos empreendimentos alemães (1987 a 1995)

	pequenas e médias empresas (a)	grandes e maiores empresas (b)
Grau de autonomia financeira	muito baixa	muito alta
Principais fontes de financiamento	finanças externas, principalmente débitos bancários	finanças internas, principalmente provisões e reservas
Tipo de modelo de financiamento	economia do endividamento (<i>overdraft economy</i>)	economia de fundo próprios (<i>auto economy</i>)
Relações entre bancos e empresas	forte (<i>commitment-based</i>)	forte (<i>commitment-based</i>)
Papel do setor bancário	crescente e com tendências a um aumento da intermediação	muito limitado e com tendências a uma maior desintermediação
Papel do mercado de capitais	muito baixo	baixo
Fontes de flexibilidade financeira	empréstimos bancários de curto prazo	provisões e reservas

Fonte: Relatório Bundesbank-Banque de France, 1999:130.

Notas: (a) empresas com até 499 empregados e (b) empresas com mais de 499 empregados.

Conclusões

Desde os anos 80 ocorrem modificações profundas no regime macro-financeiro mundial, comumente sintetizadas em termos como globalização financeira, liberalização monetária, financeirização, dentre outros.

No mercado de crédito estas alterações traduzem-se em uma tendência crescente ao autofinanciamento e ao financiamento direto e a uma correspondente diminuição dos empréstimos via instituições bancárias.

Plihon (1998) caracteriza este novo regime mundial de acumulação financeira, como "economia de fundos próprios". Segundo o autor, o crescimento do autofinanciamento significa priorizar os credores e os detentores de capital financeiro em escala mundial: o aumento das atividades nos mercados de títulos e a participação dos investidores institucionais elevam-se sobremaneira.

Nesse ambiente, não somente os demandantes de crédito mas, principalmente, os intermediários financeiros (bancos) passam a assumir uma importância secundária. Estes, como estratégia defensiva, atuam cada vez mais como prestadores de serviços e se lançam em atividades especulativas.

Ocorrem também modificações nas relações de força dentro das empresas, dado o papel que os acionistas passam a exercer, em detrimento dos trabalhadores e administradores. Legitima-se, desta maneira, o chamado *shareholder value*, padrão de governança corporativa sob liderança quase exclusiva dos acionistas.

Este modelo de gestão, cujo objetivo é a maximização do valor das ações, sustenta como hipótese fundamental a existência de conflitos de interesses entre os acionistas e os administradores das empresas. Portanto, um problema crucial a ser resolvido é tornar possível a convergência entre os interesses dos executivos e dos

acionistas. A solução está em criar instrumentos e incentivos para que esses interesses divergentes se justaponham e esse modelo de governança corporativa torne-se eficaz.

Para Plihon (1998), são vários os critérios de avaliação sobre a qualidade desse padrão de governança corporativa: (i) qualidade das informações disponibilizadas pelos administradores aos acionistas; (ii) direitos e obrigações dos acionistas (respeito ao princípio “uma ação, uma voz, um dividendo”); relevância da separação de funções no conselho de administração; (iv) ausência de medidas acerca de tomadas hostis (a intenção é evitar impedimentos à oferta de compras hostis assim como limitar o poder dos órgãos de direção) e; (v) a remuneração dos dirigentes deve estar associada ao estímulo pela maximização do valor acionário.

Torna-se evidente que sob tal modelo a prioridade é a rentabilidade financeira da empresa, ou seja, o movimento é no sentido da “financeirização da gestão das empresas”, lançando-se mão de práticas de natureza liberal por meio de mecanismos de mercado.

Todos esses elementos que caracterizam o atual marco institucional contrapõem-se essencialmente ao modo como a Alemanha historicamente tem organizado suas finanças e sua gestão dos negócios.

No cenário político-econômico o surgimento e desenvolvimento do Estado Alemão não se sustenta na tradição liberal (Engels, 1951 e Barrington Moore, 1973) e as “puras” forças de mercado não são preponderantes. Ao contrário, todo o seu processo de desenvolvimento está apoiado na intervenção: estatal (aspecto político) e bancária (aspecto econômico-financeiro) (Gerschenkron, 1973).

Do “Estado Imperial e dinástico prussiano”, passando pelo “Estado da Economia Social de Mercado” ao atual “Estado da Social-Democracia”, a intervenção central sempre se fez presente: à época da unificação, a Prússia assume o papel de liderança e toma para si a incumbência de promover a formação e o desenvolvimento do Estado Alemão – na literatura, a atuação decisiva do Estado Prussiano no processo de desenvolvimento e industrialização alemã torna-se conhecido como “via prussiana” –, criando as pré-condições para o momento seguinte, o da industrialização. Nesse período, o Estado mostra-se presente legitimando o protecionismo e a cartelização e induzindo ao fortalecimento das relações que unem bancos e empresas. Nas palavras de Fiori (1995;61) *“a industrialização arrancou pela indústria pesada, apoiada no Estado e afiançada por um claro projeto de nação-potência”*. O Estado da “Economia Social do Mercado” fundamenta o poder estatal considerando as leis gerais de mercado (ou seja, determina um aparato institucional às forças de mercado).

No aspecto econômico-financeiro, histórica e institucionalmente, o desenvolvimento do sistema financeiro alemão distancia-se enormemente do padrão de financiamento atualmente vigente. E também do padrão existente à época em que a estrutura bancária desenvolve-se: os bancos alemães surgem e se fortalecem já comprometidos com as necessidades de financiamento de longo prazo, caracterizando uma proposta distinta do modelo inglês de financiamento (Gerschenkron, 1973).

O desenvolvimento do sistema bancário ocorre em paralelo ao crescimento industrial. Consolida-se assim uma dependência indústria-bancos que induz a um processo de concentração nos setores produtivo e setor bancário, que se reforçam mutuamente. Os bancos passam a assumir uma importância decisiva nas empresas produtivas, como credores e como proprietários. Também fornecem serviços de subscrição e fazem parte dos conselhos de supervisão das empresas (como acionistas e como detentores do poder de votar por procuração)

O fortalecimento gradativo do sistema bancário faz com que se torne a estrutura mais importante do sistema financeiro: as instituições não bancárias ocupam um papel secundário, dentre outros aspectos, pela “universalidade” das funções dos bancos. O sistema de bancos universais e seu amplo escopo de atividades, além de garantir flexibilidade ao sistema financeiro, de certa forma inibe o desenvolvimento de outras instituições financeiras.

Os bancos universais privados alemães têm nos grandes bancos os seus principais representantes, que respondem por um volume expressivo dos negócios. Não obstante, os bancos do setor público tradicionalmente ocupam um espaço representativo e assumem a responsabilidade de prover recursos com vistas ao desenvolvimento econômico (nesse aspecto, destaca-se os bancos com funções especiais).

O arcabouço legal que sustenta esse formato institucional (a *kreditwesengesetz*) apoia-se na prudência como mecanismo de garantia da estabilidade do sistema, a ponto dos requerimentos de reserva serem entendidos como redundantes, segundo Kregel (1992). Esse comportamento “prudente” das instituições (normatizados por uma série de princípios) está relacionado à estruturas de maturidade compatíveis com o balanço geral e às fortes regulamentações quanto às atividades de risco.

Esses elementos conferem confiabilidade ao sistema financeiro, reforçada sobremaneira pelo órgão regulador: o *Bundesbank* é visto tradicionalmente como uma instituição sólida e eficiente. Tornou-se célebre a frase de Jaques Delors: “*nem todos os alemães acreditam em Deus, mas todos eles acreditam no Bundesbank*” (Balkhausen 1992, *apud* Braga, 1999:19).

A predominância das instituições bancárias no cenário financeiro, está também diretamente relacionada à estrutura legal e ao padrão organizacional dos empreendimentos alemães.

O cenário corporativo alemão é em sua maioria composto por pequenas e médias empresas que, em função das estreitas relações assumidas com os bancos (princípio *hausbank*), são dependentes dos empréstimos bancários. Essa condição é fortalecida pelo arcabouço legal (lei sobre insolvência que minimiza os riscos de crédito) e pelas dificuldades desses empreendimentos em suprir suas necessidades de recursos externos diretamente no mercado, a despeito dos atuais incentivos e modificações. Para as grandes empresas, a relação assumida com os bancos é de outra natureza. Essas instituições financeiras assumem uma função ativa nas corporações (como acionistas e representantes dos conselhos de supervisão).

O modelo de gestão das empresas alemãs, conhecido como *stakeholder model*, ao contrário do padrão hegemônico, considera o interesse de todos os agentes envolvidos nos negócios das corporações e, portanto, o poder de decisão não é uma exclusividade dos acionistas. Ao contrário, os trabalhadores, por meio da representação nos conselhos de supervisão, têm garantido o seu poder decisório.

Esse modelo de governança corporativa é caracterizado pela coordenação de interesses, possível em função da representação dos trabalhadores nos conselhos, da estrutura de posse altamente concentrada e da posse cruzada de ações (favorecendo assim grandes acionistas e grandes bancos).

Sob tal padrão, os instrumentos de monitoração via mercado (leis de transparência das informações, proteções aos acionistas minoritários, mercado para *corporate control*) não ocorrem e portanto as ferramentas típicas de governança não encontram uso no cenário corporativo alemão.

Não obstante, as pressões no sentido das mudanças referidas (diminuição da participação dos bancos e mudanças na gestão das empresas em direção ao *shareholder value*) claramente se colocam na Alemanha.

Entretanto, tal como no passado, entende-se que as capacidades de reação, resistência e adaptação amortecem, de certa forma, essas tendências. Como exemplo, o processo de desconcentração imposto ao sistema industrial e financeiro no pós-guerra não se mostra capaz de enfraquecer esses setores. Ao contrário, surgem mais fortes e com forte presença regulatória do Estado da “Economia Social de Mercado”. Em tal processo, o *stakeholder model* passa por pressões no sentido de ser controlado por instrumentos externos e consegue manter sua forma original⁹².

No cenário financeiro essas capacidades estão demonstradas em uma série de aspectos.

O sistema bancário alemão, enquanto estratégia defensiva em relação ao aumento da concorrência, principalmente dos investidores institucionais, ao contrário do comportamento geral, não se lança em atividades fortemente especulativas. Também a prática de garantir fatias de mercado por intermédio da prestação de serviços não assume importância relevante (até porque essa não é uma atividade nova para os bancos, dado o seu tradicional papel de consultores para as pequenas empresas).

A grande resposta está estritamente associada a aspectos constitutivos: a estrutura de bancos universais permite que o processo de securitização alemão torne-se peculiar, não pela participação dos bancos no mercado de capitais (esta um tendência geral) mas pelo fato de se tornarem um dos principais agentes desses mercados.

⁹² Conforme defende Braga (2000), as guerras, hiperinflações, desmonte da estrutura industrial, regimes totalitários, não impedem que a Alemanha se apresente no atual cenário internacional como uma das principais economias, apresentando um sistema capitalista “produtivista e socialmente abrangente”.

A predominância dos bancos no mercado de capitais (principalmente no comércio de *bonds*, conforme a tabela 10), de certa forma explica a pequena participação dos investidores institucionais, quando comparada ao mercado internacional.

O mercado de ações, estritamente, mesmo considerando-se a importância recente do *Neuer Markt*⁹³, apresenta um grande *gap* em relação ao padrão mundial. De acordo com a tabela 1, desde o pós-guerra, é pouco expressiva a participação desse ativo no portfólio das famílias, à exceção dos anos 50, quando cerca de 25% dos ativos assume essa forma, embora com o passar do tempo reverta para outras formas de ativos. Também o padrão organizacional coloca-se como um obstáculo aos negócios nesse mercado (são poucas, comparativamente, as empresas de capital aberto e que comercializam participações no mercado, conforme tabela 12).

Ademais, um tipo de investidor institucional de importância central para outras institucionalidades, os fundos de pensão, não encontra ambiente propício ao crescimento na Alemanha, dados os esquemas público e privado de provisões para pensões (ou ocorrem por intermédio do Estado, ou os recursos são centralizados nas próprias empresas, essencialmente).

Portanto, o papel dos investidores institucionais é limitado e os bancos ainda assumem a liderança no sistema financeiro alemão.

⁹³ Uma vez que a grande maioria das empresas listadas no novo mercado pertence ao segmento de telecomunicações e *software* e, dada a forte retração nesses setores, é esperado que a excelente performance apresentada por esse mercado desde sua criação comece a seguir uma trajetória no sentido da desaceleração.

Quanto às pressões (e reações) sobre o modelo de governança corporativa no sentido de convergência em relação ao padrão hegemônico vigente, até o presente momento, esse é um movimento discreto, a despeito da incorporação (limitada) de elementos como a concentração nas atividades de núcleo, a busca crescente de liquidez financeira e alguns processos de fusões e aquisições.

Essa resistência está relacionada a características constitutivas e, principalmente, às reações de políticos e dos trabalhadores e ao forte tradicionalismo, característico da sociedade alemã. Portanto, embora não seja possível afirmar que modificações mais radicais não venham a ocorrer, até o momento as evidências demonstram que as fundações do padrão alemão tendem a impedir uma total transformação em direção ao *shareholder value*.

Também não é possível negar o potencial de crescimento dos investidores institucionais no cenário financeiro (na realidade esta é uma tendência que já se coloca). Entretanto, isto não se traduz em diminuição da importância dos bancos na economia alemã, principalmente enquanto fornecedores de recursos para financiar os investimentos produtivos.

Os dados disponíveis até o momento indicam que o papel dos bancos para o desenvolvimento econômico da Alemanha ainda é determinante, seja pela função de credor nos pequenos e médios empreendimentos, seja como acionista das grandes corporações. Por esses aspectos, é lícito afirmar que os empréstimos bancários, enquanto fonte externa de financiamento, ainda são o principal instrumento utilizado pelo setor produtivo.

Portanto, a despeito de todas as modificações, pressões, reações e resistências, a conclusão extraída desse trabalho é que pelo menos o componente “banco”, que Gerschenkron (1973) avalia como necessário para o processo de industrialização alemã, permanece assumindo um papel de destaque no desenvolvimento econômico da Alemanha e que Aglietta (1995), está certo quando afirma que todas essas modificações recentes não são capazes de anular as diferenças institucionais entre os países (pelo menos no caso alemão).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALDRIGHI, D.M. "Corporate Governance in Germany: an Assessement of the convergence Hypotesis". São Paulo: Estudos econômicos, v. 30, no.1, 2000.
- AGLIETTA, M. Macroéconomie financière. Paris: Édition La Découverte, 1ª. Edição, 1995.
- AGLIETTA, M. *et al.* La Globalisation financière: l'aventure Obligée. Paris: Economica, 1990
- AKYÜZ, Y. "Financial liberation: the key issues". Genebra, UNCTAD, discussion paper n. 56, 1993.
- BECK, T., LEVINE, R. "External dependence and industry growth: does financial structure matter?" World Bank, 2000, mimeo.
- BNDES."Mercado Financeiro Internacional: transformações e tendências" Rio de Janeiro, Textos para discussão, no.3, out. 1991.
- BOISSIEU, C. Le Destin de la bulle financière. Paris: Futuribles, 1994, mimeo.
- BRAGA, J. C. S. "A financeirização da riqueza" in Economia e Sociedade, no. 2, ago. 1993.
- BRAGA, J. C. S. "Produtivismo e especulação na gestão da riqueza, um estudo sobre Estados Unidos, Japão e Alemanha" in CINTRA, M. A. M e FREITAS, M.C.P.(orgs), Transformações institucionais dos sistemas financeiros. São Paulo: Fundap, 1998.
- BRAGA, J. C. S. "Alemanha: Império, Barbárie e Capitalismo in FIORI, J. L. (org). Estados e Moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis: Vozes, 1999.
- BUCH, C. M. E GOLDER, S. M. "foreign competition and disintermediation: no threat to the german banking sistem?" in Banca Nacional del Lavoro, quarterly review, no. 213, 2000.
- CARLIN, W. e C. MAYER, "Finance, investment and growth", 19999. mimeo.
- CARVALHO, F.J.C. Economia Monetária e Financeira. Rio de Janeiro, Campus, 2000.
- CHESNAIS, F. A mundialização do capital, São Paulo: Xamã, 1995.
- CHESNAIS, F. A mundialização financeira, São Paulo: Xamã, 1998.
- CHICK, V. "A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do Investimento e dos Juros". Ensaio FEE, Porto Alegre, V. 15, no. 1, 1994.
- CHICK, V. "The multiplier and finance". In Harcourt, G. C. & Riach, P. A. (1997). A "Second edition" of The General Theory. London: Routledge, 1997.
- CORBETT, J. e JENKINSON, T. "How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States". The Manchester School Supplement, 1997.
- DALL'ACQUA, F. M. "A reforma monetária de 1948 na Alemanha, in Pesq. Plan. Econ. v. 20, no.1. Rio de Janeiro, 1990.

DAVIDSON, P. "Finance, funding, saving and investment". Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v.9, n.1, fall., 1986.

DAVIS, E. P. "The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behaviour". Sydney: RBA, 1996, mimeo.

DAVIS, E. P. Pensions funds: retirement-income security and capital market, an international perspective. Oxford: Clarendon Press, 1995.

DAVIS, E. P. "Banking, corporate finance and monetary policy: an empirical perspective", Oxford Review of Economic Policy, 1995.

DAVIS, E. P. "Pension fund reform and European financial markets". Special Paper n. 107. Financial Markets Group. London School of Economics, 1998.

DELBREIL, M. et al. (1997): "Equity of European industrial corporations", European Committee of Balance Sheet Offices - Net Equity Working Group, 1997.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A. e LEVINE, "Stock market development end financial intermediaries:stylized facts", World Bank Economic Review, v. 10, 1996.

DEUTSCHE BUNDESBANK. Monthly Report. Frankfurt: Deutsche Bundesbank, abril 2001.

DEUTSCHE BUNDESBANK. Financial Accounts for Germany: 1990 to 1998. Special Statistical Publication 4. Frankfurt: Deutsche Bundesbank, julho 1999.

DEUTSCHE BUNDESBANK. The relationship between bank lending and the bond market in Germany, Monthly Report. Frankfurt: Deutsche Bundesbank, janeiro 2000.

DEUTSCHE BUNDESBANK. The role and behaviour of German fund managers on the equity market, Monthly Report. Frankfurt: Deutsche Bundesbank, abril 2001 (DB 2001a).

DEUTSCHE BUNDESBANK. Bank balance sheets, bank competition and monetary policy transmission, Monthly Report. Frankfurt: Deutsche Bundesbank, setembro 2000 (DB 2001b).

DEUTSCHE BUNDESBANK. International integration of German securities markets, Monthly Report. Frankfurt: Deutsche Bundesbank, dezembro 2001 (DB2001c).

DIAMOND, D.W. e DYBVIK, P. H. "Banks runs, deposits insurance and liquidity". Journal of Political Economy, v. 91, 1983.

DIETL, H. Capital markets and Corporate Governance in Japan, Germany and the United States. London and New York: Routledge, 1998.

DIETSCH, M. "Des relations banques entreprises exemplaires, Banque, 538, 1993.

DOSI, G. "Souces, Procedures, and Microeconomics effects of Innovation". Journal of Economic Literature, Vol. XXVI, 1988.

EDWARDS, J. e FISCHER, K. Banks, finance and investment in Germany. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.

- EDWARDS, J. e OGILVIE S. "Universal banks and German industrialization: a reappraisal", Economic History Review, 49, 1996.
- ELIAS, N. Os alemães. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 1997.
- ENGELS, F. La revolution democratique burgeoise en Allemagne. Paris: Sociale, 1951.
- FERREIRA, C.L.K. O financiamento da indústria e da infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais. Campinas: tese de doutorado apresentada ao IE/UNICAMP, 1998, mimeo.
- FIORI, J. L. Em Busca do Dissenso Perdido: ensaios críticos sobre a festejada crise do Estado. Rio de Janeiro: Insight, 1995.
- FRANKS, J. E. MAYER, C. "Corporate Control: a comparison of insider and outsider systems". London: London Business School, 1994.
- FRANKS, J. E. MAYER, C. "Ownership, control and the performance of German corporations". London: London Business School, 1997, mimeo.
- GERSCHENKRON, A. Atraso economico e industrialisacion. Barcelona: Editora Ariel, 1973.
- GOODHART, C.A.E. e SCHONENMARKER, T. "Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?", Oxford Economic Papers, v. 47, 1995.
- GUTTMAN, R. "A transformação do capital financeiro, in Economia e Sociedade v. 7, 1996.
- HENDERSON, W. O. The rise of German Industrial power (1934-1914). London: Temple Smith, 1975.
- HERRIGEL, G. "Crisis in german Decentralised Production". European Urban and Regional Studies, v. 3, n.1, 1996.
- HICKS, J. The crisis in keynesian economic. Oxford: Basil Blackwell, 1997. Trad. Port. A crise na economia keynesiana, São Paulo: Vertice, 1987.
- HILFREDING, R. El Capital Financeiro. Madrid: Editora Tecnos, 1963.
- KESTER, W.C. Industrial groups as systems of contractual governance. Oxford Review of Economic Policy, v. 8, n. 3, 1992.
- KINDLEBERGER, C. A Financial History of Western Europe. London: George Allen e Unwin, 1984.
- KOTOWITZ, Y. Moral Hazard. In: EATWELL, J., MURRAY, M. & NEWMAN. P. (Eds.). Allocation, Information and Markets. The New Palgrave. Londres: W.W.Norton, 1987.
- KREGEL, J. "Universal Banking, US banking reform and financial competition in the EEC" in Banca Nacional del Lavoro, quarterly review, no. 182, 1992.
- LANDES, D. Prometeu desacorrentado. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 1994.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. W. "Law and finance". Journal of Political Economy, v. 106, n. 6, 1998.
- LENIN, V. O Imperialismo: fase superior do capitalismo. São Paulo: Global, 4ª. Ed., 1987.

- LEVINE, R. "Bank-based or market-based financial systems: which is better?", World Bank, 2000, mimeo.
- LEVINE, R. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". Journal of Economic Literature, Vol. XXXV, 1997.
- MAYER, C. "New issues in corporate finance". European Economic Review, v. 32, 1988.
- MILGROM, P. e ROBERTS, J. Economics, Organization & Management. Englewood Cliffs: Prentice Hall; 1992.
- MINSKY, H. P. Stabilizing and Unstable Economy. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MINSKY, H.P. "Financiamento e Lucros: a Mudança de Natureza dos Ciclos de Negócios da Economia Americana", in Cadernos ANGE. Coleção textos Didáticos, n. 2, 1992.
- MIRANDA, J. C. R. Câmbio, Juros e Fisco: a experiência internacional. Campinas: tese de doutorado apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1993.
- MIRANDA, J. C. R. Políticas de Ajuste macroeconômico na RFA, texto preliminar de discussão do centro de estudos de economia internacional do instituto de economia da universidade Estadual de Campinas, (s.d)
- MODIGLIANI, F. e MILLER, M. H. "The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment", American Economic Review, 48, 1958, mimeo.
- MOINE, G. Le Deutschemark. Paris:.. Documentation Française nos. 6401/2, 1965.
- MOORE, B. As Origens Sociais da Ditadura e da Democracia: senhores e camponeses na construção do mundo moderno. São Paulo: Ed. Cosmos, 1967.
- MORAES, M. M. As Relações Intergovernamentais na República Federal da Alemanha. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer, 2000.
- MYERS, S. C.e MAJLUF, N. "Corporate financing and investment decisions", Journal of Financial Economics, 13, 1984
- NASSUNO, M. "As transformações recentes no sistema financeiro alemão e as implicações sobre a política monetária " in CINTRA, M. A. M e FREITAS, M.C.P.(orgs), Transformações institucionais dos sistemas financeiros. São Paulo: Fundap, 1998.
- OECD, OECD Economic Surveys, 1994-1995, Germany. Paris: OECD, 1997.
- OLIVEIRA, C. A. O processo de industrialização: do capitalismo originário ao atrasado. Campinas: tese de doutorado apresentada ao IE/UNICAMP, 1980, mimeo.
- O'SULLIVAN, M. Corporate Governance in germany. The Jerome Levy Economics Institute, série papers, no. 49, 1998.
- PAULA, L. F. R. "Comportamento dos bancos, posturas financeiras e oferta de crédito: de Keynes a Minsky", texto pra discussão IE/UFRJ, n. 409, 1998.
- PLIHON, D. "A ascensão das finanças especulativas" in Economia e Sociedade v. 5, 1995.

PLIHON, D. "A economia dos fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira", in A mundialização financeira, São Paulo: Xamã, 1998.

PROWSE, S. Corporate governance in an international perspective. BIS Economic Paper, n. 41, 1994.

RAIMUNDO, L. C O potencial dos fundos de pensão na construção de um novo padrão de financiamento para a economia brasileira nos anos 90. Campinas: dissertação de mestrado apresentada ao IE/UNICAMP, 1997, mimeo.

RELATÓRIO BUNDESBANK-BANQUE DE FRANCE. "Corporate Finance in Germany and France: a joint research project of the Deutsche Bundesbank and the Banque de France", Frankfurt: Deutsche Bundesbank, 1999.

RIVAUD-DANSET e SALAIS, R. "Les conventions de financement. Premières approches théorique et empirique", Revue Française de Économie, 7, 1992.

ROE, M. "German codetermination and German securities markets". Working paper n. 128. Columbia Law School, 1998.

SCHOLTENS, B. "Bank and market-oriented Financial Systems: facts or fiction?" in Banca Nacional del Lavoro, quarterly review, no. 202, 1997.

SCHUMPETER, C. Teoria do desenvolvimento econômico. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

SHLEIFER, A. e VISHNY, R. "A survey of corporate governance". Journal of Finance, vol. LII, No. 2. 1997.

SILVEIRA, J. M. e RABELLO, F. "Estruturas de Governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras, texto para discussão, IE/UNICAMP, n. 77, 1999.

SIMON, H. Theories of Decision Making in Economics and Behavioral Science. American Economic Review, Vol. 49, June, 1959.

SIMON, H. From Substantive To Procedural Rationality. In: Hahn, F. e Hollis, M. (Eds) Philosophy and Economic Theory. Oxford Univ. Press, 1976.

SIMON, H. Rational Decision Making in Business Organization. American Economic Review, Vol. 69, 1979.

SMITH, E. The German Economy. London and New York: Routledge, 1994.

STEIN, J. "Das bankwesen in Deutschland", Köln: BDB: Bank-verlag, 1993.

STIGLITZ, J.E. "Government, financial marktes and economic development", NBER working papers, n. 3669, 1991i

STULZ, R. M. "Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective". Washington, 2000, mimeo.

SUSSMAN, O. "Investiment and banking", Oxford Review of Economic Policy, v. 10, 1995.

VEBLEN, M. A Alemanha Imperial e a Revolução Industrial: A teoria da classe ociosa. São Paulo: Abril Cultural, 1985.

WARNER, J. B. "Bankruptcy, absolute priority and the pricing of risky debt claims", Journal of Financial Economics, 5, 1997.

WELFENS, J.J. A privatização na Alemanha: análise e experiência política. São Paulo: Fundação Konrad Adnauer, 2000.

WILLIAMSON, O. E. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes. *Journal of Economic Literature*, Vol. 19, 1981.

WILLIAMSON, O. E. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: The Free Press, 1985.

ZIMMER, M. A Política inter-alemã de Adenauer a Kohl. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer, 2000.

ZYSMAN, J. Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change. Ithaca: Cornell University Press, 1983.