

UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
MONOGRAFIA

**A INFLUÊNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS SOBRE  
A ECONOMIA – 1990/2008.**

Emerson Gonçalves Cater

Rio de Janeiro  
Dezembro/2009

EMERSON GONÇALVES CATER

A INFLUÊNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS SOBRE A  
ECONOMIA – 1990/2008.

Projeto de monografia apresentado como conclusão no curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, com o objetivo de obter o grau pretendido para aprovação no curso.

Orientador: Prof<sup>o</sup> LEANDRO BRITO

Rio de Janeiro  
Dezembro/2009

Emerson Gonçalves Cater

A INFLUÊNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS SOBRE A  
ECONOMIA – 1990/2008.

Grau: \_\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA

---

Profª Elena Soihet  
Membro da Banca

---

Profº Eduardo Martins Morais  
Membro da Banca

---

Profº Leandro Brito  
Professor Orientador

Rio de Janeiro, dezembro de 2009

Dedico este trabalho à minha família, em especial à  
minha mãe, por todo apoio recebido nesses anos de estudo.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, aos meus pais, por terem me proporcionado a oportunidade de cursar a faculdade.

Agradeço ao meu orientador, pela paciência, empenho em ajudar e orientar, além do cuidado para que o trabalho fosse concluído com sucesso e êxito.

Agradeço também à minha banca examinadora, por ter aceitado meu convite e dispor de seu tempo para avaliar meu trabalho de monografia.

## RESUMO

O trabalho terá como meta a definição e a descrição do mercado de capitais. Serão avaliadas as principais características do mercado de capitais, as instituições envolvidas no desenvolvimento desse mercado, assim como as ferramentas de regulamentação utilizadas pela autoridade financeira.

O objetivo geral: Explicar como esse tipo de mercado pode ser favorável para o desenvolvimento econômico do país, sendo utilizado pelas empresas como meio de captação de recursos para investimento. Ao mesmo tempo o Estado também se utiliza desse meio para lançar títulos públicos no mercado e assim atuar na política monetária através do Open Market. A pesquisa tem por objetivo demonstrar como a atuação de cada agente afeta a economia.

O objetivo principal: estabelecer um estudo que caracterize o lado “negativo” que tal mercado pode exercer dentro de uma economia, por intermédio dos agentes e às vezes do próprio Estado. Nesse sentido, o papel de especuladores e rentistas serão avaliados. A crise imobiliária dos E.U.A (subprime) também terá devida atenção na pesquisa.

Por fim, buscaremos uma análise comparativa entre o mercado de capitais no Brasil e em países mais desenvolvidos, explicitando as principais características em cada mercado. As diferenças de regulação dentro de cada país e a restrição que cada um faz aos investimentos estrangeiros, como transferências/permanência de capitais em suas respectivas Bolsas de Valores também serão avaliadas.

## SUMÁRIO

Introdução .....	Pág. 01
Capítulo 1 – Conhecendo Melhor o Mercado de Capitais .....	Pág. 02
1.1 - A função da Moeda na atividade econômica .....	Pág. 03
1.2 - A Política Monetária .....	Pág. 04
1.2.1 - Instrumentos da política monetária .....	Pág. 05
1.3 - O Sistema Financeiro Nacional .....	Pág. 06
1.3.1 - Classificação do Mercado Financeiro .....	Pág. 07
1.3.2 - Financiamento intermediado e desintermediado .....	Pág. 08
1.4 - A Estruturação Institucional do Sistema Financeiro .....	Pág. 09
1.4.1 - Autoridades Monetárias .....	Pág. 09
1.4.2 - Autoridades de apoio .....	Pág. 11
1.4.3 - Instituições do Subsistema Operativo .....	Pág. 13
1.5 - Títulos negociados no Mercado de Capitais .....	Pág. 13
1.5.1 - Ações .....	Pág. 13
1.5.2 - Ações Ordinárias .....	Pág. 14
1.5.3 - Ações Preferenciais .....	Pág. 15
1.5.4 - Ações Nominativas .....	Pág. 15
1.5.5 - Ações Escriturais .....	Pág. 16
1.5.6 - Mercado Internacional, ADR, GDR .....	Pág. 16
1.5.7 - Debêntures e DCAs .....	Pág. 17
1.5.8 - Direitos de Subscrição de Bônus .....	Pág. 18
1.5.9 - Recibo de Carteira Seleccionada de Ações (RCSA) .....	Pág. 18
1.6 - O Mercado de Ações .....	Pág. 18
1.6.1 - O Processo de Compra e Venda .....	Pág. 19
1.6.2 - Mercado a Termo .....	Pág. 20
1.6.3 - Operação a prazo – Conta Margem .....	Pág. 21
1.6.4 - Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) ...	Pág. 21
1.7 - Derivativos e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) .....	Pág. 22
1.7.1 - O Mercado de Opções .....	Pág. 22
1.7.2 - Mercado de Futuros .....	Pág. 23

1.7.3 - A Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) .....	Pág. 24	
1.8 - Comentários Finais .....	Pág. 25	
Capítulo 2 – O Desenvolvimento do Mercado de Capitais e Crescimento		
Econômico .....	Pág. 26	
2.1 - Aspectos Regulatórios no Mercado de Capitais .....	Pág. 27	
2.1.1 - A Colaboração da Auto-Regulamentação no Mercado de Capitais .....	Pág. 29	
2.2 - O Efeito da Tributação sobre o Mercado de Capitais .....	Pág. 32	
2.3 - A Influência Jurisdicional sobre o Mercado de Capitais .....	Pág. 34	
2.4 - Ajustes Econômicos Vinculados ao Mercado de Capitais .....	Pág. 35	
Capítulo 3 – O Panorama do Mercado de Capitais nas duas últimas Décadas .....		Pág. 40
3.1 - A Evolução do Mercado de Capitais nacional: 1990/2008 .....	Pág. 41	
3.2 - A Crise Financeira Mundial de 2008 .....	Pág. 48	
3.3 - O Brasil frente a Crise .....	Pág. 51	
Conclusão .....	Pág. 53	
Referências Bibliográficas .....	Pág. 54	
Anexos .....	Pág. 56	



## LISTA DE SIGLAS:

### **A:**

- ADR: American Depositary Receipt.
- ALCA: Acordo de Livre Comércio nas Américas.
- ANBID: Associação Nacional de Bancos de Investimento.
- ANDIMA: Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro.

### **B:**

- Bacen: Banco Central do Brasil.
- BB: Banco do Brasil.
- BC: Bancos Comerciais.
- BCE: Banco Central Europeu.
- BCo: Bancos Cooperativos.
- BD: Bancos de Desenvolvimento.
- BDR: Brazilian Depositary Receipt.
- BI: Bancos de Investimentos.
- BM&F: Bolsas de Mercadorias e de Futuros.
- BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
- BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo.
- BV: Bolsas de Valores.

### **C:**

- CBLC: Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia.
- CC: Cooperativas de Crédito.
- CE: Caixas Econômicas.
- CEF: Caixa Econômica Federal.
- CMN: Conselho Monetário Nacional.
- COFINS: Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social.
- CPMF: Contribuição Provisória sobre Movimentação de Valores e Créditos de Natureza Financeira.
- CVN: Comissão de Valores Mobiliários.

### **D:**

- DCAs: Debêntures Conversíveis em Ações.

- DI: Depósitos Interbancários.

**E:**

- E: Ações Escriturais.

**F:**

- FAZ: Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social.
- FCVS: Fundo de Compensação de Variações Salariais.
- FDS: Fundo de Desenvolvimento Social.
- FDIC / CRI: Certificados de Recebíveis Imobiliários.
- FED: Federal Reserve System (Banco Central Americano).
- FGTS: Fundo de Garantia do Tempo de Serviço.

**G:**

- GDR: Global Depositary Receipt.

**I:**

- ICMS: Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços.
- INSS: Instituto Nacional do Seguro Social.
- IOF: Imposto sobre Operações Financeiras.

**L:**

- LC: Letras de Câmbio.

**M:**

- MNI: Manual de Normas e Instruções.

**N:**

- N: Ações Nominativas.

**O:**

- O: Ações Ordinárias.
- OARs: Organizações Auto-Reguladoras.

**P:**

- P: Ações Preferenciais.
- PIB: Produto Interno Bruto.
- PIS: Programa de Integração Social.

**R:**

- RCSA: Recibo de Carteira Seleccionada de Ações.

**S:**

- SCI: Sociedades de Crédito Imobiliário.

- SCM: Sociedades de Crédito ao Microempreendedor.
- SCVM: Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários.
- Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

**U:**

- USP: Universidade de São Paulo.

## **LISTA DE GRÁFICOS:**

Gráfico 1: Emissões Primárias e Secundárias em milhões de R\$ .....	Pág. 39
Gráfico 2: Empresas abertas x Empresas na Bovespa .....	Pág. 39
Gráfico 3: Investimento Externo (US\$ milhões) .....	Pág. 41
Gráfico 4: Evolução do Mercado de Ações no Brasil: 1980 – 1999 .....	Pág. 42
Gráfico 5: Emissões Primárias Registradas em R\$ milhões .....	Pág. 44
Gráfico 6: Taxa Selic: 2006 .....	Pág. 46

**LISTA DE TABELAS:**

Tabela 1: Empresas Listadas na BOVESPA ..... Pág. 43

## INTRODUÇÃO

O trabalho se propõe à análise e entendimento a respeito do Mercado de Capitais e as possíveis influências que tal mercado pode exercer sobre a economia. A metodologia utilizada será a pesquisa e a revisão bibliográfica de textos específicos sobre o assunto. O objetivo geral é descrever as principais características desse mercado, delineando a forma como funciona e qual a contribuição do mesmo para o desenvolvimento da economia.

Para isso, o trabalho se dividirá em três capítulos, no primeiro será feita uma apresentação do sistema financeiro como um todo. Começaremos pela importância da moeda na economia, suas funções e atribuições dentro do mercado. A Política Monetária também será abordada, veremos como tal política influencia o mercado com a função de trazer estabilidade à economia. O estudo se estende ao conhecimento das principais instituições que compõem o sistema financeiro, explicitando suas responsabilidades e o modo como operam sobre o mercado. Por fim, o Mercado de Ações e seus respectivos títulos serão descritos, assim como o Mercado de Derivativos e a Bolsa de Mercadorias e Futuros.

O segundo capítulo trata da relação entre o Mercado de Capitais e o desenvolvimento econômico. Veremos a importância de tal mercado para a alavancagem de novos investimentos e a relevância do desenvolvimento do mesmo em diferentes economias. A análise será baseada na regulamentação do mercado; a tributação sobre o mesmo; a influência dos aspectos macroeconômicos e o aspecto jurisdicional sobre o crédito de longo prazo. O mercado brasileiro será foco da análise, mas serão apresentados, para efeitos de comparação, os mercados de países mais desenvolvidos.

O último capítulo terá como finalidade a leitura do panorama do Mercado de Capitais brasileiro nas duas últimas décadas. A análise se centralizará na evolução do mercado doméstico no período proposto, apresentando os quadros conjunturais e estruturais, internos e externos que contribuiram para a expansão ou a retração do mercado de capitais. Ao final, será apresentada uma síntese da crise financeira que assola a economia global. A ênfase será focada nas causas dessa crise, como foi a disseminação da mesma pela economia global e como a economia brasileira se apresenta frente a esse quadro.

## CAPÍTULO 1

### *Conhecendo Melhor o Mercado de Capitais.*

Este capítulo visa entendimento a respeito do mercado financeiro, dando ênfase ao Mercado de Capitais. Para isso começaremos pela abordagem da função da moeda dentro da economia, desde sua criação, passando por suas modificações até chegar ao estágio de moeda utilizada atualmente, considerando suas subdivisões e as facilidades que contribuem para a viabilidade das transações econômicas e o desenvolvimento da economia como um todo.

A partir daí, será feita uma pequena análise da intervenção do Estado na economia através da Política Monetária. Serão apresentados os instrumentos utilizados pela autoridade monetária, que permitem tal intervenção e também a explicitação dos objetivos que essas medidas buscam alcançar.

É importante também, que a análise esclareça o conceito de Sistema Financeiro, enfatizando o papel deste na economia, o modo de operação, as instituições que fazem parte de tal sistema e a maneira pela qual a regulamentação financeira se dá, delineando as autoridades monetárias e suas principais atribuições e as autoridades de apoio que complementam a função reguladora do sistema. Adiante, serão classificadas as instituições do subsistema operativo, apresentando suas atividades diretas no mercado de acordo com a permissão dos órgãos reguladores.

Com esse entendimento, pode-se classificar o Mercado de Capitais, avaliando os dispositivos utilizados, pelas instituições, para a realização do financiamento de novos investimentos e o desenvolvimento da economia como um todo.

Por fim, serão apresentados os principais títulos negociados no Mercado de Capitais, suas atribuições; os agentes e instituições que compõem tal mercado e as formas de atuação, de compra e de venda e direitos proporcionados aos agentes e empresas que se dispõem a utilizar desse instrumento para financiar-se ou obter rendimentos a longo prazo.

### 1.1- A função da Moeda na atividade econômica.

A moeda pode ser entendida como um meio facilitador no pagamento e liquidação das transações envolvendo bens, serviços e ativos financeiros. Sua criação se fez necessária na medida em que a organização social se desenvolvia e a divisão internacional do trabalho representava uma economia mais complexa. Ao contrário da época em que as trocas de mercadoria se viabilizavam sob a forma de escambo, a criação da moeda reduziu, em muito, os custos de transações entre oferta e demanda por bens no mercado.

Esta redução de custos de transações se revela através das funções exercidas pela moeda. Quais sejam:

**INTERMEDIÁRIA DE TROCAS:** A partir da superação do escambo, a moeda como intermediária de trocas, representa menor tempo e esforço na liquidação de obrigações e de transações, ajudando no planejamento de bens e serviços e no desenvolvimento da economia monetária.

**MEDIDA DE VALOR:** Como unidade padronizada de valor, a moeda permite a mensuração de bens e serviços, racionalizando informações econômicas e contribuindo para o desenvolvimento de um sistema agregado de contabilidade social.

**RESERVA DE VALOR:** Através da liquidez total da moeda, e permitido que se faça uma transferência do poder de compra para o futuro. Uma maneira de acumular riqueza.

**FUNÇÃO LIBERATÓRIA:** Poder garantido pelo governo, permitindo a liquidação de débitos e a saldar dívidas.

**PADRÃO DE PAGAMENTOS:** Permite a realização de pagamentos ao longo do prazo, o crédito e adiantamento, facilitando fluxos de produção e de renda.

*“Em sua essência, moeda é apenas mercadoria aceita mais facilmente que outras nas trocas. Quando o governo se encarrega da operação de emissão da moeda e do seu controle, ela perde qualquer caráter de instrumento privado e facultativo, e torna-se **moeda pública de curso forçado** (aceitação imposta). Como tal, a moeda tem **curso legal** (credores e vendedores são obrigados a aceitá-la em pagamento de seus créditos e mercadorias). Se outras*



*sociedades a aceitam, em troca da sua moeda, torna-se conversível.” (CAVALCANTE, 2005: 2)*

A moeda se subdivide em moeda física (papel-moeda e moeda metálica) e moeda escritural (depósitos bancários à vista, por exemplo, com capacidade de transferência de direitos). Com a evolução da economia, moedas escriturais, assim como moedas de plástico (cartões de crédito e de débito) acabam tomando espaço em lugar da moeda física.

Estes tipos de moedas compõem os meios de pagamentos, ou seja, recursos para liquidar transações com bens e serviços e saldar dívidas. Para ser aceita como moeda, esta tem de cumprir algumas necessidades primordiais: raridade; transferibilidade; homogeneidade; durabilidade; divisibilidade; facilidade de manuseio.

### **1.2- A Política Monetária.**

O governo, através da autoridade monetária (Banco Central), se dispõe da Política Monetária para intervir na economia. Tal intervenção visa à expansão econômica e o pleno emprego, o controle da inflação e o equilíbrio da balança de pagamentos. Esse controle se revela pela ação da autoridade monetária sobre a emissão de moeda e sua velocidade de circulação (controle da liquidez da economia); o controle de crédito e meios de pagamentos; a emissão de títulos públicos e o controle sobre a taxa de juros. Através desses artifícios, o governo detém poder sobre a valorização da moeda no patamar doméstico e internacional.

No entanto, para Woodford (2008), a política monetária não necessariamente precisa ser vista como um meio de controle da oferta monetária. Na maioria dos bancos centrais que têm compromissos em cumprir metas de inflação, os agregados monetários têm pouco ou nenhum papel nas deliberações políticas(1). Os modelos DSGE empíricos, como o modelo de Smets Wouters, não fazem menção em relação à moeda, apesar de incluir uma equação que descreve a política monetária cujo a especificação tem uma grande importância para a dinâmica das variáveis nominais e reais.

(1) A esse respeito ler Woodford para maiores informações.

Nesses modelos, a longo prazo, o desenvolvimento econômico depende apenas dos fatores reais da economia (oferta de mão-de-obra, tecnologia etc.); a moeda determina apenas o nível geral de preços. A política monetária age defasadamente no tempo, sendo assim, o ideal é um aumento constante da oferta de moeda, correspondendo ao aumento da produção.

### **1.2.1- Instrumentos da política monetária:**

**EMISSÃO DE MOEDA:** Através da emissão de moeda, o Banco Central pode se utilizar da política contracionista do mercado monetário (no caso de inflação gerada por aumento de demanda) ou uma política expansionista (caso a economia passe por um período de recessão). Tal instrumento pode agir diretamente sobre a emissão primária de moeda (controle da base monetária) como também sobre o multiplicador monetário, utilizado pelos bancos comerciais para criar moeda e expandir o crédito.

**RESERVAS COMPULSÓRIAS:** Esse instrumento de regulação monetária atua sobre os bancos comerciais. Diz respeito à parte dos recursos que os bancos têm a disposição para empréstimos. Através do depósito compulsório, junto ao Banco Central, de parte desses recursos, a autoridade monetária tem poder de controle sobre a expansão ou contração de crédito no mercado, visando o equilíbrio de liquidez na economia.

**REDESCONTO:** Diz respeito à assistência de liquidez, por parte do Banco Central, aos bancos comerciais. A taxa de redesconto determina os juros pagos pelos bancos pela utilização desse serviço junto à autoridade monetária. Sendo assim, funciona como uma forma de coibir os bancos a manter reservas suficientes para liquidar suas obrigações. Dessa forma, evita-se o desequilíbrio de instituições financeiras e eventuais crises sistêmicas.

**OPEN MARKET:** O Banco Central, através de compra e venda de títulos públicos, atua na expansão ou contração monetária da economia. Ao comprar títulos, há uma expansão monetária e ao vender títulos, a autoridade monetária contrai a circulação de moeda na economia. Além disso, esse instrumento serve também para regular a taxa de juros e antecipar ações para controle da liquidez.

**TAXA DE JUROS:** Ao interferir na definição da taxa básica de juros (SELIC), o Banco Central tem controle sobre a expansão ou contração de crédito, financiamento e transações financeiras em tempos futuros, de acordo com as necessidades da economia num dado período.

### **1.3- O Sistema Financeiro Nacional:**

O Sistema Financeiro pode ser definido como sendo o conjunto de instituições e instrumentos financeiros com finalidade de viabilizar a transferência de recursos provenientes de agentes *superavitários financeiramente* (ofertantes finais) para os agentes em posição de *déficit financeiro* (tomadores finais). O objetivo final do sistema busca viabilizar os meios pelos quais aqueles agentes que pretendem gastar, além do limite de sua renda, em consumo ou investimento possam ter acesso a recursos de outros agentes, que por sua vez se encontram em posição financeira favorável (poupança acumulada em tempo pregresso) e não têm a intenção de alocar essa poupança em investimento ou consumo. Esses últimos agentes buscam outra maneira de aplicar seus recursos, obtendo lucros financeiros e é neste ponto que o Sistema e as Instituições Financeiras se empenham para a realização da satisfação de ambos os lados.

O Sistema Financeiro Nacional é constituído por um subsistema normativo e por outro operativo.

O subsistema normativo regula e controla o subsistema operativo. Essa regulação e controle são exercidos através de normas legais, expedidas pela autoridade monetária, ou pela oferta seletiva de crédito levada a efeito pelos agentes financeiros do governo.

O subsistema operativo é constituído pelas instituições financeiras públicas ou privadas, que atuam no mercado financeiro.

É através do Sistema e das Instituições Financeiras que a economia consegue obter a liquidez necessária para suprir seu dinamismo, por meio de investimento, a acumulação de capitais e o conseqüente crescimento econômico.

### 1.3.1- Classificação do Mercado Financeiro.

O Mercado Financeiro pode ser subdividido, de acordo com o tipo de operacionalidade de cada instituição, em Mercado de crédito e Mercado de Títulos.

*“No mercado de crédito, as transações são feitas de forma individualizada, identificando-se as duas partes que realizam o empréstimo. Da operação resultam obrigações que são, em princípio, intransferíveis ou não-negociáveis. Isto se deve pelo fato de os contratos serem desenhados de modo à satisfazer as demandas específicas dos tomadores e emprestadores em termos de taxas de juros, prazos, garantias e outras disposições relevantes para as partes. Nos mercados de títulos, ao contrário, as transações obedecem a regras mais genéricas, desprezando-se as idiossincrasias de cada parte interessada. Os contratos resultantes podem não ser negociáveis, mas obedecem de qualquer forma a regras de padronização que tornam os títulos de natureza semelhante substitutos entre si. Quando podem ser negociados, isto é, revendidos em mercados secundários, esses títulos ganham liquidez, isto é, têm sua capacidade de conversão em dinheiro aumentada.” (CARDIM, 2000: 240)*

Há ainda uma distinção, dentro do Mercado de Títulos, que é a divisão entre mercados primários e mercados secundários. O primeiro diz respeito ao primeiro lançamento de títulos no mercado. O mercado primário é diretamente responsável pela aquisição de recursos destinados ao investimento das empresas e o subsequente aumento da capacidade produtiva da economia. O mercado secundário, por sua vez, corresponde à compra e venda de títulos já lançados anteriormente. A importância primeira desse mercado é prover liquidez aos títulos, dando possibilidade aos seus possuidores a capacidade de negociar seus papéis, libertando os agentes de ter de reter os mesmos títulos por tempo indesejável. Essa negociação gera variação nos preços dos títulos e contribui para acalmar os temores dos investidores, permitindo aos emissores pagar uma remuneração menor ao comprador. Através desse processo, mercados secundários organizados e com liquidez, viabilizam, com mais facilidade, o financiamento da atividade de investimento.

### 1.3.2- Financiamento intermediado e desintermediado.

Pode-se classificar como relações financeiras intermediada, aquelas realizadas no mercado de créditos. O exemplo clássico é encontrado nas atividades realizadas pelos bancos comerciais. Ao captar recursos junto ao público, através de depósitos a vista, o banco emite uma obrigação a esse agente. Em contrapartida, ao viabilizar o crédito para agentes tomadores de empréstimos, os bancos aumentam seus ativos visando o lucro. Já o financiamento desintermediado, pode ser facilmente visualizado no mercado de capitais onde as obrigações recaem diretamente sobre o tomador de empréstimo, feito através da colocação de papéis no mercado. As instituições financeiras, no caso as corretoras, apenas se limitam à promoção da colocação dos títulos.

*“Relações financeiras intermediadas são aquelas em que uma instituição financeira interpõe suas próprias obrigações no processo de canalização de recursos do prestador último ao tomador último. Neste caso, os depositantes não têm direitos sobre os ativos criados pelos tomadores, mas apenas sobre as obrigações criadas pelos bancos, que detêm, por sua vez, direitos contra os tomadores finais. Em compensação, o risco de crédito (o risco de **default**, por parte dos tomadores) recai sobre a instituição bancária que fez o empréstimo, não sobre o depositante. Em contraste, relações desintermediadas são aquelas em que o prestador último retém consigo diretamente obrigações do tomador final, como, por exemplo, na colocação de **commercial papers** junto a fundos de mercado monetário, ou de **bônus** emitidos por empresas ou governos junto a fundos de pensão, ou de ações de empresas junto a famílias ou fundos de investimento.” (Idem. Ibidem. 242/243)*

Analisando as relações financeiras citadas acima, chega-se à conclusão de que, no financiamento intermediado, o tomador de empréstimo tem de pagar um preço maior pela aquisição do crédito. O fato é pertinente devido à assimetria de informações (2), de ambas as partes, contida no momento da formulação do contrato, gerando custos de transações; o risco de crédito, por parte das instituições financeiras, que leva ao custo de acompanhamento do processo até a liquidação da

(2) fenômeno que ocorre quando dois ou mais agentes estabelecem entre si uma transação econômica com uma das partes envolvidas detendo informações qualitativa ou quantitativamente superiores os da outra parte.

dívida; o *spread* bancário, onde o lucro da instituição é auferido; além das idiossincrasias e especificidades de cada contrato, que podem contribuir para o aumento do custo junto ao tomador final de empréstimo.

No caso das relações financeiras desintermediadas (mercado de capitais), a aquisição de recursos para o investimento de empresas, por exemplo, se tornam mais acessíveis, pois geralmente as informações estão disponibilizadas ao público, os contratos são mais simplificados e na maioria das vezes os emprestadores finais se tornam participantes do capital social da empresa (mercado de ações) não tendo de agir como credor, mas sim tendo participação nos lucros futuros das empresas.

Por tudo isto, fica explícito a capacidade superior do mercado de capitais em gerir, com menor custo, recursos necessários ao investimento e ao crescimento econômico.

#### **1.4- A Estruturação Institucional do Sistema Financeiro.**

É relevante que se faça uma descrição detalhada do organograma do Sistema Financeiro. Aqui serão apresentadas as classificações das instituições financeiras, de acordo com as atividades operacionais que praticam no mercado. Serão descritas também, a disposição hierárquica das autoridades monetárias, descritas no subsistema normativo, e suas funções reguladoras e fiscalizadoras.

##### **1.4.1- Autoridades Monetárias:**

- Conselho Monetário Nacional – CMN.

Primeiro órgão na hierarquia da autoridade monetária, o CMN é responsável pela fixação das diretrizes de políticas monetária, creditícia e cambial do País. Por englobar todos estes setores, tal órgão pode ser descrito como conselho de política econômica.

Segundo Fortuna (2004), a Medida Provisória nº 542, de 06/94, que criou o Plano Real, simplificou a composição do CMN, caracterizando seu perfil monetário, que passou a ser integrado pelos seguintes membros: Ministro da Fazenda

(Presidente), Ministro de Planejamento, Orçamento e Gestão e Presidente do Banco Central.

Funcionam também, junto ao CMN as seguintes comissões consultivas:

- Normas e Organização do Sistema Financeiro; Mercado de Valores Mobiliários e de Futuros; Crédito Rural; Crédito Industrial; Endividamento Público; Política Monetária e Cambial; Processos Administrativos.

São responsabilidades do Conselho Monetário Nacional: autorizar a emissão de papel-moeda; aprovar os orçamentos monetários preparados pelo Banco Central; fixar diretrizes e normas da política cambial; disciplinar o crédito em suas modalidades e as formas das operações creditícias; estabelecer limites para a remuneração das operações e serviços bancários ou financeiros; determinar as taxas do recolhimento compulsório das instituições financeiras; outorgar ao Banco Central o monopólio de operações de câmbio quando o balanço de pagamento o exigir; estabelecer normas a serem seguidas pelo Banco Central nas transações com títulos públicos; regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização de todas as instituições financeiras que operam no país.

▪ Banco Central do Brasil – Bacen.

Órgão subordinado ao CMN, tem a função de atuar como executor no Sistema Financeiro Nacional. É responsável pelo cumprimento das diretrizes e normas expedidas pelo CMN.

Suas atribuições privadas são: Emitir dinheiro (Banco Emissor); Executar os recolhimentos compulsórios, encaixes obrigatórios e depósitos voluntários das instituições financeiras, assim como prestar operações de redesconto e assistência de liquidez aos bancos comerciais (Banco dos Bancos); Controlar e fiscalizar o crédito e o capital estrangeiro (Executor da Política Monetária); Ser depositário de reservas oficiais de ouro e moedas estrangeiras no país e financiar o Tesouro Nacional (Banqueiro do Governo); Fiscalizar as instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas, regulamentando atos relativos à instalação, funcionamento e fusões das mesmas (Gestor do Sistema Financeiro Nacional).

### **1.4.2- Autoridades de Apoio.**

- Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

A CVM é o órgão normativo voltado para o mercado de valores mobiliários, sendo responsável pela fiscalização e regulamentação desse mesmo mercado.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM foi criada pela Lei nº 6.385 em 07/12/76, que ficou conhecida como a Lei da CVM, pois até aquela data, faltava uma entidade que absorvesse a regulação e fiscalização do mercado de capitais, especialmente no que se referia às sociedades de capital aberto.

Entre as atribuições incumbidas à CVM, podemos destacar a fiscalização e regulamentação sobre as seguintes atividades: a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários e de derivativos; a organização, funcionamento e as operações das Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros; a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; a autoria das companhias abertas; os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Compete também à CVM proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou administradores de carteira de valores mobiliários e assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido, estimulando a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários.

- Banco do Brasil – BB.

O Banco do Brasil exerce, ao mesmo tempo, funções de agente financeiro do governo federal, atuando como intermediário das políticas de crédito rural e industrial, efetuando também atividades de banco comercial. Realiza prestação de serviços de compensação de cheques e outros papéis; recebe pagamentos em nome do BACEN; executa política de comércio exterior, adquirindo e financiando estoques de produtos exportáveis. Constitui-se como sociedade de economia mista de capitais públicos e privados. Suas ações estão cotadas em Bolsas de Valores.



*“Esta instituição teve uma função típica de autoridade monetária até janeiro de 1986, quando, por decisão do CMN, foi suprimida a **conta movimento**, que colocava o BB na posição privilegiada de banco co-responsável pela emissão de moeda, via ajustamento das contas das autoridades monetárias e do Tesouro Nacional.”*

*“Hoje, o BB é um conglomerado financeiro que vem aos poucos se ajustando à abertura de um banco múltiplo tradicional embora ainda opere, em muitos casos, como agente financeiro do Governo Federal.” (FORTUNA, 2004: 22/23)*

- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES.

Criado em 1952 com a função de prover o financiamento de longo prazo, necessário à época, em que o Brasil passava pelo período de reestruturação econômica, com o avanço da industrialização e do desenvolvimentismo, é ainda hoje o maior órgão de fomento ao investimento do país.

*“Criado pela Lei nº 1.628, de 1952, o sistema BNDES é composto pelo BNDES, pela Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – Participações (BNDESPAR).” (PACHECO MOREIRA, 2005: 28/29)*

O BNDES se dispõe a cumprir os seguintes objetivos:

Impulsionar o desenvolvimento econômico e social do país; fortalecer o setor empresarial nacional; atenuar os desequilíbrios regionais, criando novos pólos de produção; promover o desenvolvimento integrado das atividades agrícolas, industriais e de serviços; promover o crescimento e a diversificação das exportações.

- Caixa Econômica Federal – CEF ou Caixa.

É a instituição financeira vinculada às políticas do Governo Federal para habitação popular e saneamento básico, sendo assim um banco de apoio ao trabalhador de baixa renda. Atua nas áreas relativas de banco comercial, sociedades de crédito imobiliário e de saneamento e infra-estrutura urbana, além de prestar serviços de natureza social, delegados pelo Governo Federal.

A CEF exerce atividade de captação de recursos através de cadernetas de poupança, depósitos judiciais e a prazo. Sua aplicação em empréstimos é vinculada, quase na totalidade, à habitação. Além disso, a Caixa exerce administração de

loterias, de fundos e de programas, como o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço), FCVS (Fundo de Compensação de Variações Salariais), o Programa de Integração Social – PIS, o Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social – FAZ e o Fundo de Desenvolvimento Social – FDS.

### **1.4.3- Instituições do Subsistema Operativo.**

Enquadram-se neste grupo, as instituições financeiras que operam diretamente no mercado. De acordo com suas atividades estão divididas em instituições bancárias e não-bancárias. O Banco Central, como relatado anteriormente, regulamenta e autoriza a atuação dessas instituições no mercado. O Manual de Normas e Instruções – MNI, preparado e editado pela autoridade monetária estabelece as normas operacionais de todas as instituições financeiras. ( anexo 1).

### **1.5- Títulos Negociados no Mercado de Capitais.**

Antes de entrar diretamente na dinâmica do mercado de capitais, é necessário um entendimento melhor a respeito dos títulos negociados no mesmo mercado. Procurar-se-á detalhar, de forma objetiva, as características dos principais títulos em transação no mercado, como: prazos de resgate, forma de rentabilidade e direitos provenientes da posse do mesmo.

#### **1.5.1- Ações.**

As ações são, sem dúvida, os títulos mais transacionados no mercado de capitais. Tal título pode ser descrito como sendo a representação de um percentual do capital social da empresa emissora, empresa esta constituída sob a forma de Sociedade Anônima, Sociedade por Ações ou Companhia. Sendo assim, o detentor deste tipo de papel torna-se proprietário da empresa, fazendo parte do grupo acionário e usufruindo de direitos como participação na distribuição de dividendos ou lucros, direito de voto na assembléia dos acionistas e até mesmo o controle da

companhia. Tudo isso, é claro, de acordo com o número de ações em posse do agente e a classificação da ação.

As ações geralmente não têm prazo de resgate, podem ser negociadas em mercados organizados (Bolsa de Valores). A precificação desses títulos obedece às leis de mercado, dependendo do interesse de investidores por determinado título. Como as negociações são diárias, a oscilação dos preços pode ser elevada.

### **1.5.2- Ações Ordinárias (O).**

Ações Ordinárias são aquelas que dão direito de voto, a seu detentor, no conselho de acionistas da Companhia. Exercendo esse direito, o acionista tem a possibilidade de interferir nas diretrizes da empresa, determinando, muitas vezes, as condições de produção, alterações de resultados, níveis de investimento, podendo até assumir o controle empresa, dependendo do número de ações em poder do agente.

*“Nas Companhias, a autoridade maior é a Assembléia de acionistas. É na Assembléia de acionistas que são definidos assuntos referentes à: atividade da companhia; contas patrimoniais; destino dos lucros; eleição dos Diretores e alterações estatutárias do interesse da companhia. Por definição, ações ordinárias são aquelas que conferem ao seu titular o direito de voto na Assembléia de Acionistas, e por tanto, o direito de determinar o destino da empresa.” (CAVALCANTE, 2005: 46)*

Cada ação ordinária dá direito a um voto ao acionista, sendo assim, quanto mais ações ordinárias o titular possuir, tanto maior será seu poder de decisão frente à assembléia. Essa disputa por poder, pode levar ao aumento na demanda por ações ordinárias e conseqüentemente, a uma variação de preços das mesmas.

Nos mercados desenvolvidos, valores das ações ordinárias são mais elevados devido a essa possibilidade de maior controle da companhia por parte do titular. As ações preferenciais, como pode ser visto a seguir, não despertam grande atratividade neste tipo de mercado.

### **1.5.3- Ações Preferenciais (P).**

Ações preferenciais, na sua maioria, não conferem a seu possuidor o direito de voto. Podem ser de uma ou mais classes e a atratividade por esse tipo de título se dá pela expectativa de lucros ou rentabilidade.

O controle da companhia não tem importância nas transações desses títulos. Entretanto, os detentores de ações preferenciais usufruem de direitos especiais ou preferências como, por exemplo:

- Direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% do lucro líquido de exercício.
- Direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de assegurado dividendo a estas igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a condição anterior.
- Direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária.
- Direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Em mercados em desenvolvimento, a disputa por controle acionário é quase inexistente, por isso, as ações preferenciais absorvem maior demanda pela possibilidade de participação nos resultados, assim possuem maior liquidez no mercado.

### **1.5.4- Ações Nominativas (N).**

São ações emitidas sob título de propriedade, unitários ou múltiplos, denominados cautelas.

A cautela identifica: A companhia emissora; O proprietário do título; O tipo de ação; A forma de emissão e Direitos já exercidos, com menção às assembleias nas quais foram decididos. No entanto, a propriedade sobre a ação só se consolida com o lançamento de registro em livro próprio, o Livro Registro das Ações Nominativas ou pelo extrato fornecido pela instituição custodiante, na qualidade de proprietária fiduciária das ações.

É com base neste registro, que se fazem valer os direitos dos acionistas como:

- O recebimento dos resultados da companhia;
- A capacidade de votar;
- O direito de retirada.

No ato de transferência de ações entre os agentes, a transação também é devidamente registrada em livro próprio, o Livro Registro de Transferências das Ações Nominativas.

#### **1.5.5- Ações Escriturais (E).**

Todas as ações podem circular nos mercados de capitais sem a emissão de cautelas. Desse modo, ações escriturais são aquelas sem emissão de cautelas ou certificados. Tais títulos recebem um registro eletrônico, tendo este registro um lançamento a débito ou a crédito dos acionistas. Para tanto, há a existência de um banco depositário das ações da companhia, que processa os pagamentos de direitos, os resultados e as transferências de propriedade na forma da lei, comprovando esses processamentos sob a forma de extratos bancários.

#### **1.5.6- Mercado Internacional, ADR e GDR.**

O Governo, com a finalidade de estimular o mercado de ações, autorizou as empresas brasileiras a emitir títulos no exterior, os ADR (*american depositary receipt*) e os GDR (*global depositary receipt*). Os ADR são recibos negociáveis que representam ações emitidas por empresas **não-americanas**. Esses recibos são emitidos por bancos americanos, mediante a contratação de um corretor no Brasil, responsável pela compra de ações da empresa emissora de ADR na bolsa de valores local. Essas ações ficam depositadas em um banco custodiante no Brasil e servem de *lastro* para a emissão do ADR, no exterior, pelo banco americano.

O ADR confere ao acionista estrangeiro (no caso, americano) os direitos sobre os dividendos, as subscrições e as bonificações, além de ganhos de capital.

A possibilidade de captar recursos no mercado internacional de ações estimulou um grande número de empresas a lançar DR, não só nos Estados Unidos (ADR), mas em outros mercados, como Espanha e Argentina. Se colocados em outros países que não os Estados Unidos (ADR, só nos E.U.A), têm o nome geral de GDR (Global DR).

Hoje já é autorizada, pela CVM e pelo BACEN, a emissão e negociação no Brasil dos BDR (*Brazilian Depositary Receipt*). Os BDR são recibos com lastro em valores mobiliários lançados por companhias abertas com sede no exterior e emitidos por instituição depositária no Brasil. Fazendo o caminho inverso, Governo Brasileiro busca viabilizar o acesso de investidores brasileiros às ações de empresas estrangeiras.

#### **1.5.7- Debêntures e DCAs.**

As debêntures podem ser descritas como títulos de dívida emitidos pelas companhias. As debêntures têm garantia vinculada a seus ativos ou fiança e proporciona a seu detentor o resgate mediante o pagamento do principal e rendimentos. O titular do título ainda tem a opção de resgate mediante a conversão do título em ações, tornando-se assim um acionista da companhia. Tal conversão caracteriza as debêntures conversíveis em ações (DCAs), estas podem prover aplicações financeiras diversas a seus detentores, ou seja, de renda fixa enquanto debênture e de renda variável depois da conversão em ação.

*“Debênture é um título emitido apenas por sociedades anônimas não financeiras de capital aberto, com garantia de seu ativo e com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira, que as lança no mercado para obter recursos de médio e longo prazo, destinados normalmente a financiamento de projetos de investimentos ou alongamento do perfil do passivo. A emissão poderá ser por séries, como forma de adequar o montante de recursos às necessidades de caixa da empresa ou à demanda do mercado.” (FORTUNA, 2004: 254)*

As companhias podem resgatá-las antecipadamente, se a escritura de emissão assim permitir. A lei admite a emissão sem data de vencimento, sendo o principal exigível em caso de não-pagamento das rendas, ou quando da dissolução

da companhia. As rendas podem vincular-se à participação nos lucros, e podem se estabelecer prêmios de reembolso.

#### **1.5.8- Direitos de Subscrição de Bônus.**

São direitos exercidos pelos acionistas de terem prioridade na compra de ações novas pelo preço de emissão, em quantidade proporcional ao número de ações que possuem. A subscrição de ações ocorre quando há necessidade de novos investimentos por parte da empresa, funcionando como fonte de recursos. Para incentivar a aplicação dos agentes nos novos títulos, o preço de emissão geralmente é menor que o preço cotado nas bolsas de valores.

Os direitos de subscrição podem ser negociados nos pregões das bolsas no período que antecede o término da operação de aumento de capital.

#### **1.5.9- Recibo de Carteira Seleccionada de Ações (RCSA).**

O RCSA representa uma carteira de ações de diferentes empresas e tipos. A quantidade de ações da carteira é preestabelecida. Diferentes carteiras constituem diferentes classes de RCSA e uma vez criada, sua composição não se altera, a não ser no caso de uma bonificação, onde a quantidade das ações, vinculadas à empresa emissora do bônus, é alterada na proporção da incorporação desse direito.

A vantagem desse tipo de aplicação, é que o agente pode deter ou negociar diferentes tipos de ações executando uma única operação. A rentabilidade das RCSAs é compatível com a renda proporcionada pelo conjunto de ações que constituem a carteira. Seus preços variam de acordo com as flutuações do mercado, através da livre concorrência, podendo, portanto variar dia-a-dia assim como acontece em negociações com ações.

#### **1.6 - O Mercado de Ações.**

Depois de conhecer os títulos negociados no Mercado de Capitais, vamos fazer uma análise da dinâmica deste mercado. A maioria desses títulos são

negociados nas Bolsas de Valores, que proporcionam liquidez e segurança aos investidores em ações e ao mesmo tempo viabilizam a captação de recursos pelas empresas fomentando assim o crescimento e o desenvolvimento econômico.

As Bolsas de Valores não são instituições financeiras, mas associações civis sem fins lucrativos, constituídas pelas corretoras de valores para fornecer a infraestrutura do mercado de ações. Embora autônomas, operam sob supervisão da CVM, de quem são órgãos auxiliares, fiscalizando os respectivos membros e as operações nelas realizadas. Além disso, obedecem às diretrizes e políticas provenientes do Conselho Monetário Nacional.

A bolsa de valores, em síntese, é o local especialmente criado e mantido para negociação de valores mobiliários em mercado livre e aberto, organizado pelas corretoras e autoridades. Por valores mobiliários entendem-se títulos tais como debêntures, ações e outros. Hoje, no Brasil, negociam-se em bolsa basicamente ações.

Segundo CAVALCANTE (2005), as Bolsas de Valores têm por objetivo principal manter local adequado à realização de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários. É de sua responsabilidade também organizar os meios materiais, os recursos técnicos e as dependências administrativas necessárias à realização e liquidação pronta, segura e eficiente das operações efetuadas no recinto de negociação (pregão).

As bolsas possuem poder de auto-regulação, através do qual fiscaliza o cumprimento, pelos seus membros e pelas sociedades emissoras de títulos e valores mobiliários, das disposições legais e regulamentares, estatutárias e regimentais, que disciplinam as operações de bolsa, aplicando aos infratores as penalidades cabíveis.

### **1.6.1- O Processo de Compra e Venda.**

A negociação de compra e venda de títulos, pelos investidores nas bolsas, é feita através de corretoras devidamente associadas e autorizadas a exercer tal função. O investidor emite a ordem de compra ou venda à sua corretora e esta se ocupa da execução dessa ordem no pregão. Os corretores participam diretamente do pregão e



a remuneração deste tipo de negócio se dá por comissão sobre os negócios efetuados.

Os investidores têm a seu dispor vários tipos de ordem de compra e venda de ações. As mais conhecidas são as seguintes:

- A Mercado: executada imediatamente ao melhor preço.
- Limitada: fixa limites de preços. Pode demorar a ser executada, sendo realizada por limites ou por melhor preço.
- Casada: compra com recursos de venda prévia; Venda para suprir recursos de compra prévia; só se efetiva se executar ambas as transações; Pode especificar qual operação deve ser executada primeiro.
- De Financiamento: compra à vista para vender a termo. Só se efetiva se executar ambas as transações.
- On Stop: para limitar perda/ganho. Usada por investidores sofisticados.
- Administrada: especifica somente a quantidade e características; execução por conta da sociedade corretora.
- Discricionária: mandada executar por administrador de recursos de terceiros, que estabelece as condições de execução da ordem, indicando nomes e características das operações dos diferentes comitentes.

Desde 1997, a Bolsa de Valores de São Paulo utiliza o sistema de negociação eletrônico ou Pregão Eletrônico (MEGA BOLSA), que gerencia as negociações realizadas pelas intermediárias atuantes na Bovespa, no Pregão de Viva Voz e através dos terminais remotos, operados diretamente de seus escritórios. Através deste sistema, as ofertas de compra e venda são feitas por terminais de computador e o fechamento dos negócios é realizado automaticamente pelos computadores da Bovespa.

### **1.6.2- Mercado a Termo.**

O Mercado a Termo pode ser entendido como uma operação de financiamento. A compra ou venda de ações a termo se caracteriza pela fixação do preço da ação com liquidação diferida (liquidação em data futura), ou seja, acerta-se a cotação e o prazo e na data preestabelecida o comprador entregará o dinheiro e

receberá as ações. Geralmente a liquidação é efetuada entre 30 e 180 dias, a partir da data de negociação, mediante averbação de um contrato entre as partes. O comprador deve entregar à Caixa de Registro e Liquidação (CBLC) uma margem para garantia da operação, que pode ser em dinheiro ou em títulos devidamente registrados na Bolsa de Valores. A margem em dinheiro deve ser de, no mínimo, 20% do valor da operação.

Quando se compra à vista e vende-se a termo, dizemos que há uma concessão de financiamento. O contrário caracteriza a obtenção de financiamento.

### **1.6.3- Operação a prazo – Conta Margem.**

A operação a prazo pode ser descrita como uma concessão de crédito, por parte das corretoras, a seus clientes. Estas emprestam dinheiro a seus associados para que realizem a compra de ações, ou sedem ações para serem vendidas no mercado. Essa transação é efetuada através da “conta-margem”, que é uma operação extra-bolsa e se solidifica pelo intermédio de um contrato entre a corretora e o cliente. Este último deve depositar na corretora, como garantia, um valor correspondente a 140% do montante negociado.

Os recursos disponibilizados pelas corretoras (dinheiro) e as ações envolvidas na operação podem ser próprios ou emprestados de outros clientes, ou ainda de bancos. Tais recursos são mantidos custodiados, como garantia da operação, até sua liquidação final quando o cliente paga seu débito junto à corretora ou restitui as ações emprestadas.

### **1.6.4- Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC).**

Na Bovespa, desde 16 de novembro de 1998, as atividades de liquidação e compensação das operações são de responsabilidade da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC. A CBLC foi criada a partir de uma reestruturação patrimonial da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa – ocorrida em fevereiro de 1998, que destinou parte do seu patrimônio para a formação de uma empresa independente a fim de realizar as atividades de compensação, liquidação, custódias e

controle de risco para o mercado financeiro. Atualmente a CBLC é responsável pela liquidação de operações de todo o mercado brasileiro de ações.

Sendo assim, fica a cargo da CBLC a liquidação e compensação de operações à vista, as operações a termo e do mercado de opções, de responsabilidade das sociedades corretoras ou de seus clientes. É também depositária de margens para garantia de operações realizadas por associados da bolsa, cuja liquidação se responsabilizem. Por fim, realiza a emissão de certificados vinculados ao resgate, desdobramento, conversão e transferência de títulos negociados pelas firmas ou sociedades corretoras, atuando de forma a favorecer a boa circulação e liquidação dos títulos e valores mobiliários negociados.

### **1.7- Derivativos e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F).**

Derivativos são títulos que têm seu valor derivado ou “lastreado” em outro título, os ativos-objeto (também chamados de subjacentes). Os derivativos mais conhecidos são os valores mobiliários de Opções e Futuros. Esses títulos são negociados em bolsas específicas e atingem um volume de transação excepcional. São negociados neste mercado, derivativos de mercadorias e produtos primários, passando por derivativos de ouro e metais preciosos, obrigações e títulos governamentais, moedas estrangeiras, petróleo, madeira compensada, suco de laranja, índices de ações e outros bens, ativos ou indicadores. Este mercado tem como característica de flexibilizar estratégias de investimentos, com alavancagem de posições, limitações de prejuízo e arbitragem de taxas de juros.

#### **1.7.1- O Mercado de Opções.**

Uma opção é um tipo de derivativo que confere ao investidor o direito de comprar ou vender uma quantidade predeterminada de um ativo-objeto a um preço fixo (denominado preço de exercício) até ou na data de vencimento da opção. O investidor decidirá na data acordada, de acordo com seu interesse, o exercício ou não de seu direito, dependendo do preço no mercado à vista do ativo-objeto.

Esses direitos podem ser de compra (call) ou de venda (put). Em opções de compra, o detentor da opção (titular) adquire o direito de, se assim desejar, comprar do lançador (vendedor da opção), até uma data fixada, o ativo relacionado à opção. Já nas opções de venda, o direito do titular é de poder vender o ativo ao lançador sob condições também preestabelecidas.

No anexo 2, são identificados alguns dos agentes e processos de funcionamento desse mercado.

As opções podem ser negociadas no estilo americano ou europeu. Opções “americanas” conferem ao titular o direito de comprar ou vender ativo-objeto ao preço de exercício a **qualquer momento** até a data de vencimento do mercado. No estilo europeu, o titular só poderá exercer seu direito **na data de vencimento**. Nas Bolsas de Valores brasileiras, as opções de compra são negociadas no estilo americano, e as opções de venda são negociadas no estilo europeu.

### **1.7.2- Mercado de Futuros.**

Os mercados futuros têm como objetivo básico a proteção dos agentes econômicos – produtores primários, industriais, comerciantes, instituições financeiras e investidores, contra as oscilações dos preços de seus produtos e, de seus investimentos em ativos financeiros.

Assim, podemos dizer que este mercado existe para facilitar a transferência/distribuição do risco entre os agentes econômicos, ao mesmo tempo em que, pelas expectativas criadas e graças à sadia lei da oferta e da procura, passa a influir diretamente na formação futura dos preços das mercadorias e ativos financeiros negociados nestes mercados.

Os agentes ao negociarem em mercados futuros, se comportam como *hedgers*, ou seja, procuram tomar posição em futuros oposta à posição assumida no mercado pronto, procurando assim, minimizar riscos de perdas financeiras numa alteração de preços adversa (produtor). O *hedging* significa tomar hoje em futuros a mesma posição que, no futuro, se tomará no mercado pronto, a fim de fixar e monitorar o preço desde já (usuário).

Os especuladores, agentes também participantes do mercado futuro, são atraídos pelos investidores que pretendem transferir riscos criando para isto condições mais atraentes de preços. Os agentes especuladores assumem, assim, esses riscos com a expectativa de ter lucros futuros derivado da antecipação bem-sucedida do movimento de preços.

As transações em mercado futuro são intermediadas pelas Corretoras de Mercadorias, constituídas como sociedade comercial, detentora de título emitido por uma Bolsa de Mercadorias e responsável pela execução, por conta própria ou de seus clientes, dos negócios do pregão. É habilitada a negociar e registrar operações com valores mobiliários em Bolsa de Mercadorias & Futuros.

### **1.7.3- A Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F).**

A BM&F tem por objetivo primordial a organização, o desenvolvimento e a operacionalização do mercado de futuros livre e transparente. Sendo assim, tem a responsabilidade de proporcionar, aos agentes econômicos, oportunidade de realização de operações de *hedge* contra as flutuações de preço das mais variadas *commodities*, ou seja, produtos agropecuários, taxas de juros, taxas de câmbio, metais, índices de ações, petróleo etc.

O pregão de Bolsa de Mercadorias & Futuros começou a funcionar em 31 de janeiro de 1986 e rapidamente se tornou a principal bolsa de negociação de mercados futuros no Brasil. Em 9 de maio de 1991, a BM&F fundiu-se com a Bolsa de Mercadoria de São Paulo, entidade pioneira na negociação de contratos agropecuários como café, boi gordo e algodão. Quando completou 14 anos de operação, ingressou na Aliança Globex, entidade formada pelas bolsas: Chicago Mercantile Exchange; Euronext NV, antiga ParisBourse; Singapore Exchange Derivatives Trading; MEFF – Mercado Oficial de Futuros y Opiciones Financeiros, de Madri e Montreal Exchange. Interligada eletronicamente às suas alianças, a BM&F proporciona a seus participantes a negociação de produtos oferecidos em outras bolsas 24 horas por dia.

Mantendo local e sistemas de negociação, a BM&F exerce também as funções de registro, compensação e liquidação adequados à realização de operações

de compra e venda. Por intermédio de seu poder Auto-regulador, a Bolsa estabelece normas visando à preservação de princípios eqüitativos de negociação e comércio e de elevados padrões éticos para as pessoas que nela atuam, direta ou indiretamente; regulamenta e fiscaliza as negociações e as atividades de seus associados e aplica penalidades aos infratores das normas legais, regulamentares e operacionais.

### **1.8- Comentários Finais.**

O presente capítulo buscou descrever, de forma objetiva, a estrutura do Sistema Financeiro, suas principais autoridades, instituições e as funções atribuídas a cada uma. Tudo isto dando enfoque principal ao mercado de capitais, organizado em torno das Bolsas de Valores e dos respectivos títulos negociados, abrangendo também, ações, direitos e atividades dos agentes econômicos envolvidos. Com o esclarecimento a respeito da organização e funcionamento do Mercado Financeiro, podemos agora avançar no estudo do Mercado de Capitais, visando à compreensão de como esse mercado pode alavancar o crescimento econômico, através de seu processo de captação de recursos e ao mesmo tempo promover uma situação de recessão econômica, isso quando algumas regras são desrespeitadas ou subestimadas.

## CAPÍTULO 2

### *O Desenvolvimento do Mercado de Capitais e Crescimento Econômico.*

Já tendo um conhecimento melhor a respeito do funcionamento do Mercado de Capitais, pode-se avançar mais a análise e discutir a relação entre mercado de capitais e crescimento econômico. A pesquisa será dirigida com base na corrente que defende a estabilidade macroeconômica como fator primordial para o desenvolvimento de novos meios de financiamento direcionados a novos investimentos, ou seja, a transferência da poupança privada para tomadores de recursos destinados à alavancagem do setor produtivo.

Para esta análise, o capítulo será dividido em quatro partes que tratarão, respectivamente, dos aspectos regulatórios no mercado de capitais; da tributação nas transações financeiras; da incerteza jurisdicional relacionada ao crédito de longo prazo e por fim dos ajustes macroeconômicos em busca do desenvolvimento financeiro.

Apesar de o aspecto macroeconômico influenciar o desenvolvimento do Mercado de Capitais, buscar-se-á explicitar a tese de que aspectos estruturais, como os citados acima, têm forte importância para o crescimento desse mercado, podendo inclusive, criar impedimentos no avanço do desenvolvimento do mesmo. É o que vem ocorrendo no mercado de capitais brasileiro, que ainda sofre dificuldades de desenvolvimento mesmo depois de o país ter conquistado sua estabilidade macroeconômica nos últimos anos.

O mercado financeiro brasileiro será o foco principal do trabalho, porém, ao longo do texto serão apresentados exemplos de mercados financeiros estrangeiros para efeitos comparativos de pesquisa.

## 2.1- Aspectos Regulatórios no Mercado de Capitais.

A regulamentação do Mercado Financeiro brasileiro se origina em uma época em que a inflação atingia níveis galopantes (década de 60) e o país buscava se estruturar economicamente através do desenvolvimentismo. Nesse contexto, a economia se caracterizava pelo protecionismo do mercado doméstico; forte intervenção do Estado no desenvolvimento industrial do país, agindo, ao mesmo tempo, como principal intermediário financeiro e investidor. Nessa época, a alta inflação acabou por deteriorar a intermediação financeira, criando assim um quadro de defesa da poupança financeira, para que os investimentos necessários ao desenvolvimento da indústria não fosse afetado.

*“Nos anos 1960, predominava a visão estruturalista de que a inflação era inevitável e até benéfica, mas tinha custos óbvios quando os agentes econômicos percebiam que o adiamento dos pagamentos diminuía a dívida. Para defender o Estado desenvolvimentista, era necessário neutralizar o efeito da postergação dos pagamentos de impostas sobre o déficit público. Um segundo movimento de defesa foi a indexação da poupança voltada para a aquisição da casa própria e a conseqüente indexação dos empréstimos de longo prazo, via criação de referenciais monetários para a intermediação financeira de longo prazo. Por fim, o pessimismo quanto às possibilidades de organização do mercado privado de longo prazo consolidou usos da correção monetária para os detentores da dívida pública e para os financiadores de empréstimos para o setor habitacional.”*  
(CARNEIRO, 2005, 162)

Tais medidas buscavam proteger o Estado contra os malefícios da inflação, ao mesmo tempo em que defendia a economia contra a fuga do poupador, através da correção monetária, procurando manter o nível de investimento necessário ao crescimento do país. Além disso, foi criado um sistema de proteção do mercado de bens contra a concorrência estrangeira, buscando paralelamente, uma barreira à saída de lucros do país.

O financiamento ao investimento era obtido através do Estado, que procurava subsidiar o crédito que era concebido a setores estratégicos. O BNDES foi a instituição que mais se destacou nessa estratégia de financiamento. Não podemos negar que essa medida funcionou bem para os propósitos da época, porém, a alocação da poupança privada, era assim, direcionada pelo estado, coexistindo uma



limitação dos recursos, que eram empregados nos investimentos de grandes empresas que passaram a ser devedoras do Estado.

Esse sistema acabou por gerar um fundo de poupança compulsória, no qual o Estado era o maior intermediário financeiro, tendo sob seu controle a definição de como os recursos seriam alocados em longo prazo. Essas medidas, apesar de funcionais para o período, acabaram por dificultar o desenvolvimento do mercado de capitais no país. Mesmo com o posterior controle da inflação (Plano Real – 1994), o mercado financeiro brasileiro ainda se vê preso às estratégias utilizadas no passado e a transição para um novo sistema financeiro, em especial um novo sistema de financiamento a longo prazo, é mais complexo do que imaginamos.

*“... a discussão de reformas se tornou muito mais complexa porque a estabilização da inflação não implicou a montagem automática de um sistema que, do dia para a noite, substituiu as instituições inflacionárias destruídas pela inflação por instituições características de uma economia estável. A passagem para uma economia estável precisou ser feita com cuidado para não desmontar as instituições que se tinham provado rígidas e resistentes diante da desorganização financeira causada pela inflação de quatro dígitos.*

*O custo dessa vitória, portanto, pode ser expresso pelo fato de a intermediação da poupança e sua canalização para o investimento envolverem o desmonte de armadilhas estruturais nada triviais.” (Idem. Ibidem. p. 165)*

Apesar das dificuldades citadas, tem-se observado em períodos recentes um movimento em direção ao aperfeiçoamento do marco regulatório do sistema de financiamento de longo prazo. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem colaborado intensivamente para esta mudança, ao ponto que suas atividades recentes buscam a disseminação da função econômica de efetivar a transferência da poupança (nacional e estrangeira) para o financiamento de longo prazo da atividade produtiva.

Como descrito no capítulo anterior, a CVM, por força de determinação legal, é responsável por regular e fiscalizar os agentes econômicos sob sua jurisdição, coibindo as práticas ilegais de mercado, além de aplicar penalidades administrativas aos faltosos. Tais medidas visam assegurar maior confiabilidade e conseqüentemente o desenvolvimento do mercado de capitais.

Com esse objetivo, a CVM, a partir de 1994, optou pela adoção do modelo baseado na livre iniciativa e na economia de mercado. Ao mesmo tempo, a CVM reconhece a existência das imperfeições de mercado e os conflitos de interesses na

esfera social, buscando eliminar ou minimizar tais distorções através do tratamento equitativo a todos que participam desse mercado, com destaque especial ao investidor individual.

Nesse sentido, a CVM procurou o aperfeiçoamento regulatório através de algumas medidas (anexo 3), visando maior transparência e confiabilidade do mercado.

### **2.1.1 - A Colaboração da Auto-Regulação no Mercado de Capitais.**

No caminho do desenvolvimento do Mercado de Capitais, o papel das Organizações Auto-Reguladoras (OARs) tem sido de grande importância. Agindo como agentes complementares e mesmo indutores das mudanças no marco regulatório dos mercados de capitais, as instituições privadas têm tido grande influência no aprimoramento dos meios regulatórios e legislações referentes ao Mercado Financeiro como um todo e ao Mercado de Capitais em especial. Tais medidas são essenciais num contexto de globalização, internacionalização de capitais, aumento da competitividade e inovações tecnológicas, onde o maior intercâmbio entre os intermediários financeiros, os bancos centrais e investidores institucionais acaba por produzir uma gama de produtos e serviços financeiros muito mais complexos.

Sendo assim, se faz necessário a elaboração de regras e leis que tornem o mercado mais transparente e seguro aos olhos dos investidores e que transmita, ao mesmo tempo, confiabilidade e credibilidade necessárias ao desenvolvimento e expansão do próprio mercado.

*“Apesar das OARs serem entidades privadas, seus princípios básicos de atuação e responsabilidade estão ligados àqueles que norteiam os reguladores públicos, a saber, preservação da integridade do mercado (eficiência, transparência e justiça), perenidade financeira (redução do risco sistêmico) e proteção aos investidores.*

*Uma das características mais consideradas da auto-regulação é sua influência na criação de um ambiente de maior estabilidade institucional e eficiência no marco regulatório. O argumento se baseia no fato de a auto-regulação ser definida pelos participantes do próprio mercado, que têm conhecimento técnico e operacional de suas funções, interesse em manter a reputação e menores custos operacionais.” (OLIVEIRA FILHO, 2005: 226)*

No mercado de capitais, o papel das OARs nas várias formas de auto-regulação estão diretamente relacionadas ao grau de desenvolvimento das instituições públicas e privadas, ao tamanho do mercado, à tradição do sistema jurídico, ao grau de sofisticação dos participantes, aos aspectos regionais e ao nível de independência do regulador.

Conseqüentemente, o Órgão Público Regulador tem de ter atenção redobrada e supervisão diferenciada sobre as OARs, tais medidas evitam o risco de formação de cartéis, por exemplo, onde os membros do mercado se reúnem para regular em causa própria, deprimindo a competição e a transparência do mercado. A supervisão por parte das instituições públicas também podem evitar o risco de conflitos de interesse associado aos chamados processos de *demutualization*, nos quais entidades privadas deixam de ser cooperadas que não visam lucro e passam a se preocupar com a geração de resultados.

Tanto em mercados mais desenvolvidos, quanto em mercados ainda em desenvolvimento, as OARs têm importância primordial. Temos como exemplo de OARs que desempenham papel em Bolsas de Valores e Futuros a New York Stock Exchange; The London Stock Exchange; NASD Regulation Inc. e a própria Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), cujos campos de atuação atingem alto nível de participação e influência sobre reguladores e membros do mercado.

No Brasil o Mercado de Capitais tem passado por transformações positivas, advindas do processo de internacionalização das Bolsas, da maior presença de investidores institucionais estrangeiros e da crescente preocupação com a proteção aos investidores, além da entrada de empresas brasileiras no mercado internacional de títulos, com a emissão dos ADRs (*American Depositary Receipts*).

Esse novo contexto fez com que de novos padrões de informação e de conduta fossem adotados por parte da legislação, dos reguladores e do mercado em sua totalidade.

Pode-se dizer que nesse sentido, o Brasil tem avançado bastante, principalmente com a colaboração da BOVESPA e da ANBID (Associação Nacional de Bancos de Investimento).

Em 2001, a BOVESPA instituiu o conceito de Novo Mercado e Níveis diferenciados de Governança Corporativa (3), com o intuito de implementar um novo

(3) Governança Corporativa: conjunto de processo, costumes, leis, políticas, regulamentos e instituições que regulam a maneira como uma empresa é dirigida.

posicionamento das empresas e emissores em relação aos investidores e acionistas finais. A partir de então, as empresas têm de ter um comprometimento maior com a transparência de sua gestão (*disclosure*), dando ao investidor mais facilidade e liberdade na aquisição de informações, tendo acesso a demonstrativos contábeis mais bem elaborados, por exemplo. Esses princípios de auto-regulação chegaram a influenciar a legislação e inclusive critérios de financiamento público, como em certas operações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

A ANBID deu sua contribuição de auto-regulação através de códigos em vigor (Ofertas Públicas, Fundos de Investimento e Custódia) e conselhos que envolvem vários segmentos do mercado, contribuindo com a certificação de profissionais, a geração de informações estatísticas, a educação de investidores e a elaboração de códigos e regras de conduta e até a fixação de penalidades quando necessário.

*“O Código de Auto-Regulação de Ofertas Públicas, elaborado em 1998, é um bom exemplo de como o mercado de capitais pode se beneficiar de um diálogo mais aberto com uma OAR. O Conselho de Auto-Regulação e as Comissões Técnicas, compostos por membros de diferentes setores de mercado, exercem a análise e supervisão de todas as ofertas públicas. Com a concessão de um selo de garantia e atestado, o Conselho assegura que os prospectos das emissões públicas respeitam os princípios estabelecidos no Código. Tais princípios buscam não só padronizar procedimentos e melhorar a qualidade das informações, como também conferir caráter universal à estrutura final aos prospectos.”* (Idem. Ibidem. p. 230)

Uma última análise sobre a Auto-Regulação nos diz que sua capacidade e eficiência esta diretamente ligada à qualidade e ao aperfeiçoamento das entidades privadas, mas dependem também de uma supervisão mais rígida por parte do Órgão Regulador Público. Esse efeito de cooperação entre instituições privadas e públicas para fins de aprimoramento do marco regulatório implica numa maior capacidade de desenvolvimento do mercado de capitais, seja no âmbito doméstico ou a níveis internacionais.

Segundo OLIVEIRA FILHO (2005), a Auto-Regulação do mercado de capitais pode ser vista, acima de tudo, como uma prática que leva a um maior nível de *disclosure* das transações, qualifica os participantes, moderniza a legislação e limita influências externas ou políticas. Organizada ou assimilada pelo mercado, reduz as incertezas e contribui para a ampliação do número de investidores e emissores.

## 2.2 - O Efeito da Tributação Sobre o Mercado de Capitais.

A elevada carga tributária brasileira tem sido assunto comum no meio econômico. Por inúmeras vezes tem sido criticada e considerada como um entrave ao crescimento econômico e uma distribuição de renda mais eqüitativa. As críticas são pertinentes e envolvem também o Mercado de Capitais, que por sua vez, está vinculado ao processo de investimento do qual o próprio crescimento econômico é dependente.

A intermediação financeira é diretamente afetada pela tributação elevada na medida em que os impostos aumentam os custos de transação, encarecendo novas inversões de longo prazo e obstruindo o desenvolvimento do mercado de capitais.

Até 2008, havia quatro tributos sobre as transações financeiras: Programa de Integração Social (PIS); Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS); Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e a recém extinta Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e Créditos de Natureza Financeira (CPMF). Este último pode ser considerado o mais nocivo dos tributos entre os quatro, segundo Nóbrega (2005), pois incidia sobre a intermediação financeira e penalizava os mercados secundários, quanto mais líquidos estes mercados, maior a carga tributária a ser paga.

O Congresso ao extinguir a CPMF, deu um passo positivo no caminho do desenvolvimento econômico e conseqüentemente o desenvolvimento do mercado de capitais.

Como explicado anteriormente, no mesmo contexto histórico em que os marcos regulatórios do sistema financeiro foram fixados, a tributação também cumpria o objetivo de defender a receita do Estado contra os males da inflação. Posteriormente, houve o descasamento entre as altas despesas do Governo e o incompatível nível de renda vigente no país.

*“A rigidez orçamentária brasileira tem raízes em nossa tradição paternalista, defeito amplificado pela Constituição de 1988, que é um grande desastre fiscal. Por exemplo, uma idéia-força dos constituintes era resgatar a dívida social com golpes de gastos públicos. Dizia-se que o governo pagava a dívida externa, mas não a dívida social. Outra idéia-força era o garantismo, ou seja, garantir a felicidade para estados, municípios, trabalhadores e classes menos favorecidas, de modo a evitar que o neoliberalismo, no futuro, eliminasse as conquistas que essa Constituição traria.”*  
(NÓBREGA, 2005: 200)

A despesa do Estado ainda aumentaria devido a concessões de benefícios pecuniários (principalmente de natureza previdenciária) sem nenhuma arrecadação correspondente. O Brasil, em 2005, tinha uma despesa previdenciária em torno dos 12% do PIB, onde os idosos representavam apenas 8% a 9% da população, sendo que um terço dos aposentados brasileiros (localizados na área rural) jamais contribuiu para o Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). Os EUA, com um número superior de idosos, gastam 6,1% do PIB com a previdência social. Na Coreia do Sul, esses gastos são de apenas 1,4% do PIB. No Brasil, a constituição ampliou as vantagens e privilégios dos servidores públicos, como resultado, gerou uma despesa de 22% do PIB com aposentados e folha salarial do setor público. Somando os gastos do governo com previdência, pessoal, juros e vinculações a certos gastos – itens obrigatórios no Orçamento – obtemos como resultado, o percentual de 33% do PIB em despesas do Estado, daí a necessidade de uma carga tributária tão elevada, algo em torno de 40% do PIB, pois além dos gastos obrigatórios, o governo tem de despender um mínimo em gastos correntes como água, luz, telefone, transporte, financiamentos à agricultura etc. Nos outros países da América Latina, a carga tributária não ultrapassa o patamar de 20% do PIB: Chile e Argentina, 18%; México, 16%; Peru, 14%.

A desproporção entre despesa do governo e nível de renda do país fica mais evidente através dos percentuais de arrecadação. Enquanto nos EUA, 52% da carga tributária provêm do Imposto de Renda, no Brasil essa incidência é de apenas 15%.

Para arcar com todos esses gastos, o Estado tem de recorrer aos altos níveis de arrecadação tributária que acabam por deteriorar as intermediações financeiras, provocando assim um distúrbio na alocação de recursos.

*“Admitir que a estrutura e o tamanho do sistema tributário não mudarão nos próximos anos implica começar a imaginar formas de conviver com ele e minimizar seus custos sociais, mediante mudanças pontuais de grande efeito na eficiência do sistema econômico. É possível, por exemplo, melhorar muito o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS), reduzindo o caos atual. Em vez de 27 legislações diferentes, poderia haver apenas uma. As várias alíquotas dariam lugar a apenas cinco. É possível cobrá-lo no destino e não na origem, bem como há chances de aprovar ao menos esses dois pontos da reforma tributária em tramitação no Congresso. Essas mudanças resolveriam vários problemas, especialmente os elevados custos de transação no setor real da economia e a guerra fiscal.”*  
(Idem. Ibidem. p. 203)

### 2.3 - A Influência Jurisdicional sobre o Mercado de Capitais.

Um outro ponto que acarreta entrave ao desenvolvimento do Mercado de Capitais é a incerteza jurisdicional vivenciada pelos investidores brasileiros, quando se trata de financiamento ou aplicação a longo prazo. A incerteza sobre a estabilidade e a segurança dos contratos financeiros firmados sob a jurisdição brasileira acaba por criar resistência, por parte dos agentes privados, em aplicar suas poupanças em instrumentos financeiros de longo prazo.

Tal insegurança reflete a falta de proteção ao credor, que ao disponibilizar sua poupança para créditos a longo prazo, incorre em um risco difícil de ser quantificado, risco decorrente, por exemplo, da mudança de valor dos contratos financeiros durante sua vigência ou em sua cobrança, ou ainda de decisões do judiciário desfavoráveis aos credores. Podemos associar também o fato da “impunidade civil” do devedor, muito comum no judiciário brasileiro, fundado nos princípios do Código Civil francês, menos propício à proteção dos contratos e do direito de propriedade que o direito anglo-saxônico. Todo esse contexto acaba por gerar expectativas negativas em relação às aplicações de longo prazo por parte dos poupadores, o que acaba por inibir o desenvolvimento do Mercado de Capitais.

*“La Porta e outros (1997) mostram que há forte correlação entre desenvolvimento de mercados de capitais e presença de um firme arcabouço regulatório e jurídico. A expansão do mercado de capitais exige que os investidores tenham seus direitos protegidos e respeitados. Nesse contexto, é provável que a reforma do Judiciário, aprovada no Senado em novembro de 2004, comprove sua importância para a estruturação do mercado de capitais brasileiro e a ampliação do volume de crédito na economia, em decorrência da melhoria do clima de negócios e da redução do risco associado ao financiamento de novos investimentos.” (TEIXEIRA, 2005: 115)*

Há correntes associadas ao assunto que defendem a tese de que, o crédito de longo prazo é ínfimo devido às altas taxas de juros pagas às aplicações de curto prazo, que desestimulam os agentes a aplicarem suas poupanças a prazos mais longos. Porém a conclusão a que se chega é que tanto as taxas de juros elevadas no curto prazo, quanto a inexistência do mercado de crédito de longo prazo são consequência da incerteza jurisdicional, pois o que causa relutância de emprestar no longo prazo é o mesmo fator que requer juros reais altos para emprestar no curto prazo, ou seja, a



incerteza sobre a estabilidade e a segurança dos contratos financeiros firmados sob jurisdição brasileira.

Segundo Bacha (2005) algumas medidas podem contribuir para amenizar a insegurança dos agentes em relação à jurisdição brasileira envolvendo transações financeiras. Uma delas seria a independência do Banco Central como sinalização do compromisso com a consolidação fiscal, conforme ilustrado pelas conseqüências benéficas para a economia inglesa da independência concedida ao Banco Central inglês após o Partido Trabalhista de Tony Blair ter assumido o poder. A integração a uma jurisdição de qualidade superior, como por exemplo, um acordo de livre comércio nas Américas (ALCA) e do Mercosul com a União Européia pode levar o Brasil a um “contágio” jurisdicional positivo. A ampliação do comércio exterior, tornando-o essencial às atividades econômicas do país, pode sinalizar medidas de melhoria jurisdicional, como sugere o caso dos países asiáticos, ou o caso da China, mais recentemente. Além disso, a experiência do Chile sob Eduardo Frei e Ricardo Lagos sugere que governos de centro-esquerda que abandonam o populismo e praticam políticas consistentes com a melhoria jurisdicional podem, muito mais do que um governo conservador, sinalizar um compromisso do país com essas políticas.

#### **2.4 - Ajustes Macroeconômicos Vinculados ao Mercado de Capitais.**

Como mencionado no início do capítulo, a importância da estabilidade macroeconômica, o aprimoramento das instituições e da legislação são essenciais à viabilidade do desenvolvimento do Mercado de Capitais e do Sistema Financeiro, como um todo, de um país. Em síntese, fatores macroeconômicos como controle dos níveis inflacionários; razão entre as reservas internacionais e PIB; indicador da carga fiscal; relação dívida pública/PIB; incentivo à livre concorrência nos mercados e o aumento da competitividade entre as empresas, estimulando a flexibilidade do sistema de preços são imprescindíveis à expansão da intermediação financeira, à alocação consistente de recursos na economia e o inevitável desenvolvimento do mercado de capitais.

*“Analisar o processo de desenvolvimento financeiro de uma economia compreende entender as mudanças no tamanho e na composição de um indicador de crescimento do sistema financeiro em relação ao restante da economia. Um dos indicadores mais*



*usados para isso é a relação entre o total de ativos financeiros e o Produto Interno Bruto (PIB). Outros trabalhos acadêmicos (Levine 1977, 1999; Djankov e outros 2005) tendem a apontar a inter-relação estatisticamente significativa entre desenvolvimento financeiro e melhoria de variáveis econômicas, institucionais e políticas, bem como a importância para esse desenvolvimento de reformas que reforcem as garantias dos credores, a redução da assimetria de informação nos mercados de crédito e de capitais, a defesa dos direitos dos acionistas minoritários e outros aspectos favoráveis ao aperfeiçoamento institucional.” (MOURA, 2005, 188)*

Um estudo feito pelo Banco Mundial, coordenado por Augusto de la Torre e Sergio Schmukler, a respeito do desenvolvimento dos mercados financeiros latino-americanos demonstra a diminuta expressividade desses mercados em comparação a outros países emergentes. Segundo a análise feita, desde o início da década de 1990 um número significativo de países latino-americanos se empenhou em reformas macroeconômicas como: liberalização financeira; privatização de empresas estatais; reformas institucionais (inclusive previdenciárias); modernização da legislação e das agências reguladoras e melhoria na infra-estrutura física dos mercados financeiros, de capitais e de derivativos, com o aperfeiçoamento dos sistemas de negociação, custódia e liquidação de títulos.

Apesar das mudanças, a conclusão a que se chegou foi de um retorno, medido pelos indicadores convencionais de desenvolvimento financeiro, como a relação entre os ativos financeiros e o PIB, expressivamente pequeno em relação às expectativas iniciais e mesmo em relação com a expansão desses mesmos mercados em outras economias emergentes, no período considerado. Essa insuficiência de crescimento do mercado financeiro latino-americano é explícita pela pequenez da intermediação no mercado interno, de cada país analisado, e a simultânea expansão da participação desses países nos mercados de capitais internacionais, medida pelo volume de emissões e de negociações de títulos latino-americanos fora das fronteiras nacionais.

*“A preferência pela emissão de títulos nos mercados externos de capitais ocorre em relação tanto às ações quanto às obrigações públicas e privadas. Em suma, os indicadores ligados ao desenvolvimento financeiro revelam que as nações latino-americanas são subdimensionadas internamente e apresentam excesso de intermediação externa.” (Idem. Ibidem. p. 190)*

A exceção, entre os países analisados, é o Chile que possui o sistema financeiro mais desenvolvido, levando em conta a relação entre os ativos financeiros e o PIB (174%), bem próxima daquela apresentada por alguns países desenvolvidos. A evolução do Chile, em relação ao sistema financeiro, confirma a tese de que reformas como a estabilidade macroeconômica, fruto do combate à inflação, da reforma fiscal e do equilíbrio no balanço de pagamentos; juntamente com a criação de um ambiente regulatório eficiente e estável, sobretudo na regulamentação e na supervisão do sistema financeiro aliado à melhoria das instituições que contribuem para a estabilidade política e aprimoram o mercado de trabalho, o sistema judiciário e a legislação que protege os direitos de propriedade são essenciais para o favorecimento do crescimento econômico, a expansão dos mercados financeiros, a melhoria das condições sociais e da distribuição de renda, e a redução do nível de pobreza.

O Brasil, obteve uma evolução macroeconômica considerável desde a estabilidade inflacionária adquirida com o Plano Real, reforçada pela implementação da meta de inflação; passando pelo processo de privatização de algumas estatais; a liberdade de entrada e saída dos investidores estrangeiros no mercado acionário brasileiro e internacionalização da economia; a obtenção do mais sofisticado sistema financeiro entre os países desenvolvidos; a gestão profissional das carteiras sob responsabilidade de terceiros; seguido do reconhecimento recentemente, por agência internacional de *Rating*, da elevação do país ao **grau de investimento** e até mesmo a capacidade de acumular reservas internacionais suficiente para o pagamento de sua dívida externa. Aliado a todas essas mudanças, a descoberta de novas reservas de petróleo no litoral brasileiro tendem a contribuir, em muito, para o crescimento econômico do país.

Apesar de todos esses ajustes e mudanças macroeconômicas terem sido de extrema importância para o desenvolvimento da economia brasileira e a conseqüente expansão de nosso mercado de capitais, o Brasil ainda apresenta algumas características que restringem o tamanho, a composição e a taxa de crescimento da intermediação financeira, são elas: a falta de controle sobre os gastos, as despesas e a dívida pública do Estado, criando a necessidade de emissões volumosas de títulos públicos indexados à taxa de juros, que acabam por inibir o crescimento de instrumentos privados de mercado (à vista ou de derivativos); a excessiva carga tributária sobre as operações financeiras e o conseqüente reduzido tamanho do mercado secundário de títulos. Em relação a esse último aspecto, uma pesquisa

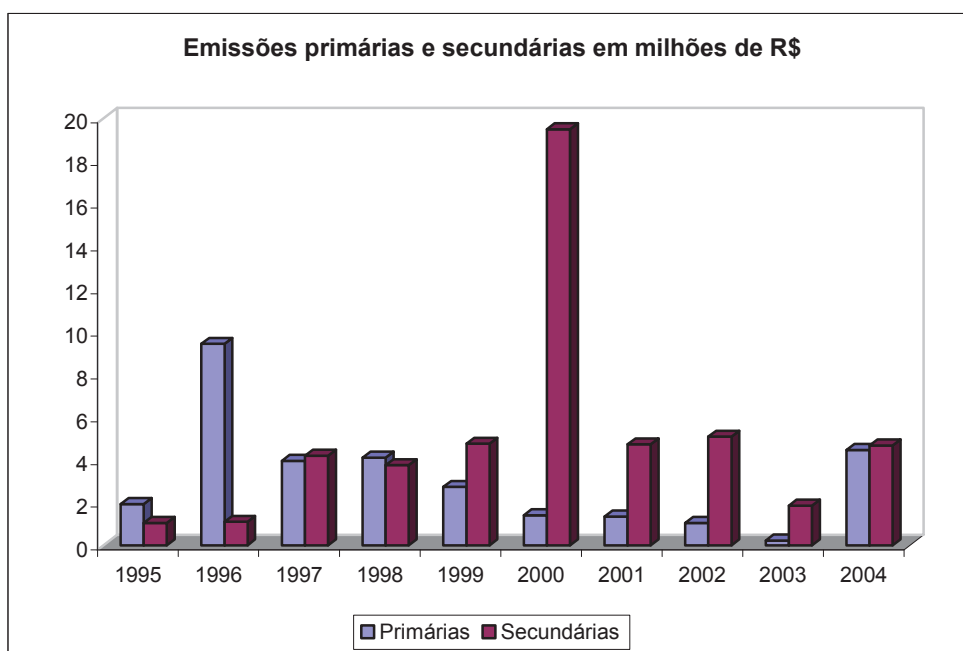
realizada pela BOVESPA em 1999, revelou alguns pontos negativos relacionados ao mercado secundário brasileiro: baixa liquidez, pouca profundidade, excessivo número de emissões, descontinuidade nas negociações e peso excessivo dos impostos, afetando negativamente a participação de empresas não financeiras na negociação nesse mercado.

Ainda assim, o mercado de ações brasileiro conseguiu alguma evolução nas emissões e abertura de capitais, ainda que com ajuda do Estado.

*“Desde o fim de 1997 até 2003, as ofertas de ações se concentram basicamente em grandes operações de venda pelo governo, como as de ações ordinárias da Petrobrás em 2000, no valor de US\$ 4,3 bilhões, de ações preferenciais da Petrobrás em 2001, que alcançou US\$ 796 milhões, e de ações ordinárias da Vale do Rio Doce em 2002, no montante de US\$ 1,9 bilhão. O mérito dessas operações, para o desenvolvimento do mercado, foi trazer de volta a participação de pessoas físicas. Mecanismos de incentivo a essa participação, como o uso do (FGTS) e descontos para quem investisse em prazos mais longos, foram muito bem-sucedidos. Em 2004, o volume de ofertas de ações ultrapassou R\$ 9 bilhões.”* (PEREIRA, 2005: 251)

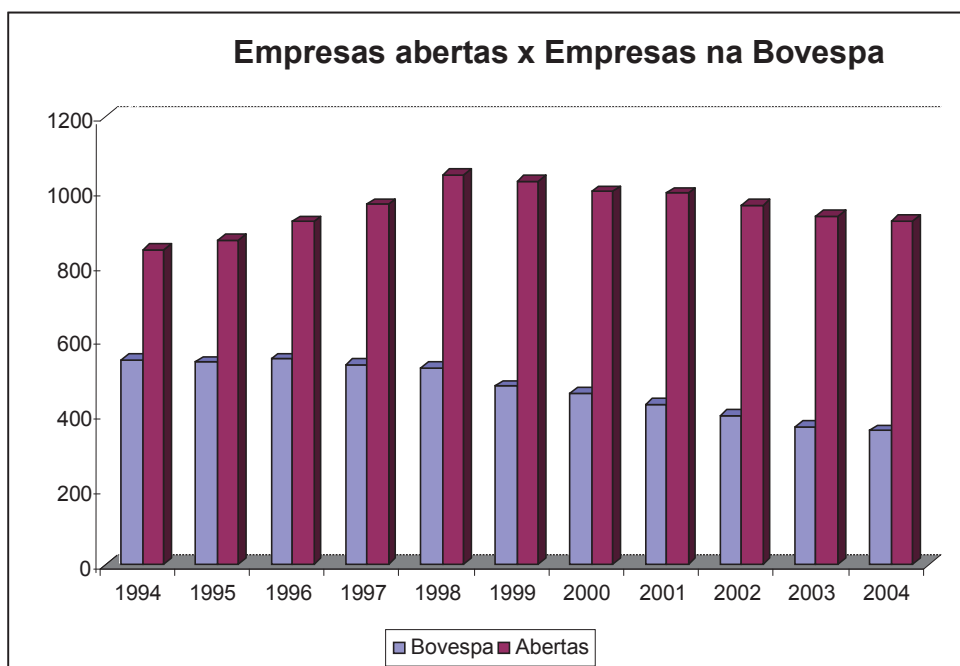
É necessário salientar também que a estatística oficial de empresas abertas no país é enganosa, pois muitas companhias obtêm registro, mas não listam suas ações na Bovespa, nem fazem ofertas públicas. A partir de 1997 é perceptível a superioridade das emissões secundárias de ações frente às emissões primárias, constatando a fraca participação das empresas na evolução do mercado de capitais no período entre 1995 e 2004. Os Gráficos 1 e 2 confirmam esse fato.

GRÁFICO 1



Fonte: Olympio Pereira. Elaboração própria.

GRÁFICO 2



Fonte: CVM e Dynamo. Elaboração própria.

A conclusão dessa análise induz à percepção de que o país ainda tem de trilhar um considerável processo de reformulações nos âmbitos institucionais e tributários, dando prosseguimento aos ajustes macroeconômicos necessários à expansão do mercado de capitais doméstico.

## CAPITULO 3

### *O Panorama do Mercado de Capitais nas duas últimas décadas.*

No capítulo anterior, foram analisados os aspectos que influenciam o desenvolvimento do Mercado de Capitais. Neste capítulo será apresentada a evolução do Mercado de Capitais brasileiro analisando a conjuntura entre 1990 e 2008, apresentando mudanças estruturais que impactaram o florescimento desse mercado e que, por outro lado, inviabilizaram o crescimento contínuo do mesmo.

Para isso, será apresentada a trajetória do mercado de capitais brasileiro, levando em conta a economia interna e externa.

O objetivo é explicitar os motivos que levaram à expansão vivida por nosso mercado de capitais na década de 90 e sua posterior contração no final da década, confirmando, como visto anteriormente, que aspectos regulatórios, estruturais e tributários, por exemplo, exercem forte influência sobre este tipo de mercado, assim como foi delineado no capítulo anterior.

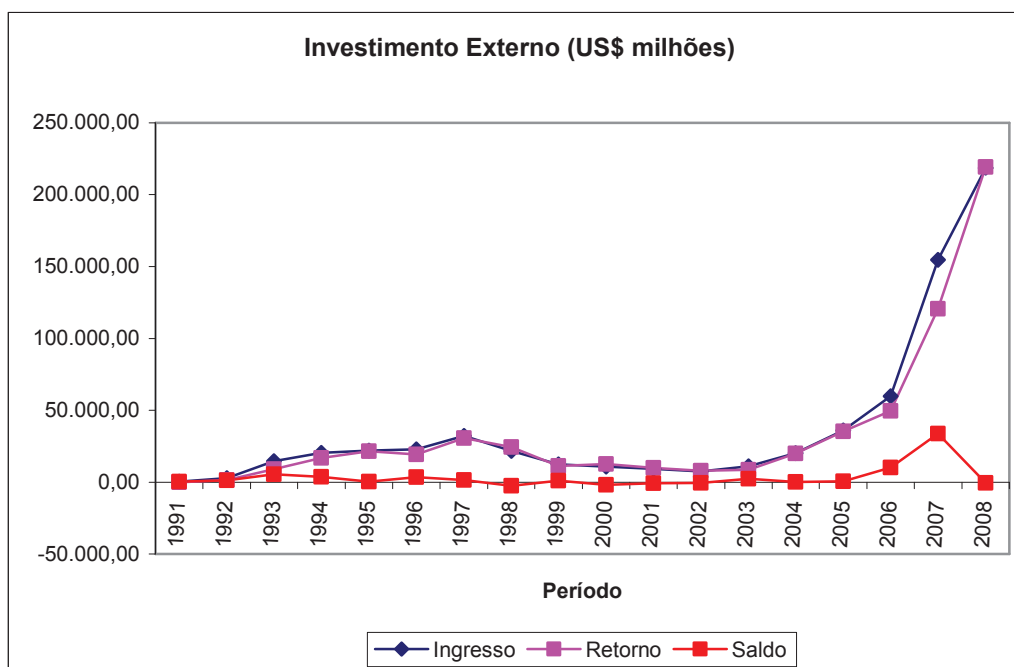
Ao final, será discutida a crise financeira que assola os mercados de todo o mundo atualmente. A análise buscará entendimento para a possível causa da crise e como o mercado mobiliário está sendo afetado por ela. A beira de uma recessão na maior economia global, os E.U.A. e grande parte da Europa, certamente o restante da economia mundial será afetada. Sendo assim, o estudo visa também as possíveis medidas a serem adotadas para conter o abalo financeiro global.

### 3.1- A Evolução do Mercado de Capitais nacional: 1990/2008.

No início da década de 90, o Mercado de Capitais brasileiro começou a desfrutar de uma significativa expansão. Este fato se deve, principalmente, às mudanças macroeconômicas e de âmbito regulatório, vivenciadas já no começo da década. Podemos citar o lançamento do Plano Real, em 1994, como fator primordial para que a macroeconomia do país alcançasse uma base sólida para efetuar as mudanças necessárias. Com o controle da inflação e a estabilidade da moeda, o país começou a ganhar confiabilidade por parte das economias externas. Ao lado dessas modificações, a abertura comercial e a abertura para investimentos estrangeiros em bolsas de valores, ajudaram o país a ganhar confiabilidade por parte das economias externas.

Isso tornou o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos olhos dos investidores internacionais, resultando numa maciça entrada de investimentos externos no mercado de capitais nacional, como se pode constatar através do Gráfico 3.

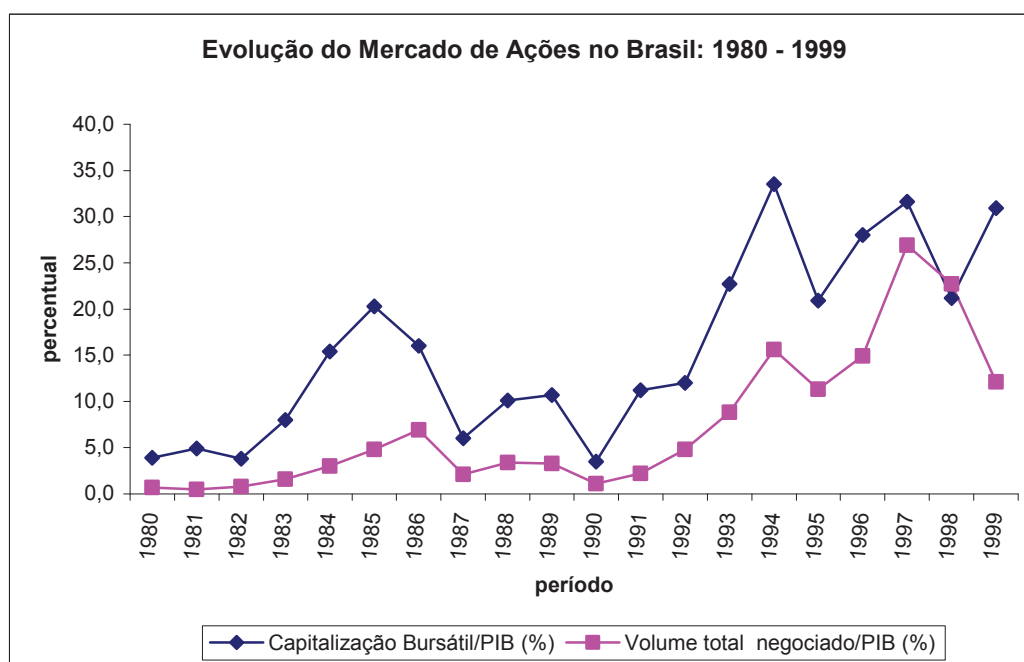
GRÁFICO 3



Fonte: CVM. Elaboração própria.

O Gráfico revela um saldo negativo em 1998, reflexo da crise cambial que se confirmou no início de 1999. Apesar da crise, esta entrada significativa de capitais estrangeiros levou a um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados em bolsa. O Gráfico 4, ilustra essa evolução através de dados anuais de capitalização bursátil e volume total negociados como proporção do PIB entre 1980 e 1998. A capitalização bursátil como proporção do PIB partiu de uma média de 8% nos anos 80, para atingir valores de até 33,5% em 1994, com uma média de 26% entre 1993 e 1998. O volume transacionado como proporção do PIB, que teve uma média de 2,7% entre 1980 e 1989, cresceu a um valor médio de 16,7% entre 1993 e 1998.

GRÁFICO 4



Fonte: CVM. Elaboração própria.

Já no final da década de 90, devido às crises cambiais na Ásia, Rússia e Brasil, o mercado de capitais brasileiro passou por um período declinante. Devido a crise, as taxas de juros reais se elevaram em demasia, desestimulando o investimento em ativos variáveis, pois era mais rentável, na época, investir em títulos públicos, por exemplo. Ao mesmo tempo, a necessidade de um ajuste fiscal acabou por elevar a CPMF, o que veio a prejudicar o desempenho do mercado de capitais, na medida em que o tributo acabava por deteriorar a renda dos investidores.

É importante enfatizar que, ao lado da crise houve também problemas estruturais, para uma melhor visualização, a Tabela 1, demonstra o número de empresas listadas na bolsa no decorrer das duas últimas décadas. Observa-se que o florescimento do mercado de capitais nacional, na década de 90, foi acompanhado pela redução do número de empresas listadas na BOVESPA, principalmente no final da década e início do século XXI (2000 / 2001 / 2002).

TABELA 1

Empresas Listadas na BOVESPA	
DATA	TOTAL
31/12/1990	615
31/12/1991	601
31/12/1992	597
31/12/1993	582
31/12/1994	582
31/12/1995	577
31/12/1996	589
31/12/1997	595
31/12/1998	599
31/12/1999	534
31/12/2000	495
31/12/2001	468
31/12/2002	436
31/12/2003	410
31/12/2004	509
31/12/2005	501
31/12/2006	543
31/12/2007	622
30/9/2008	628

Fonte: BOVESPA

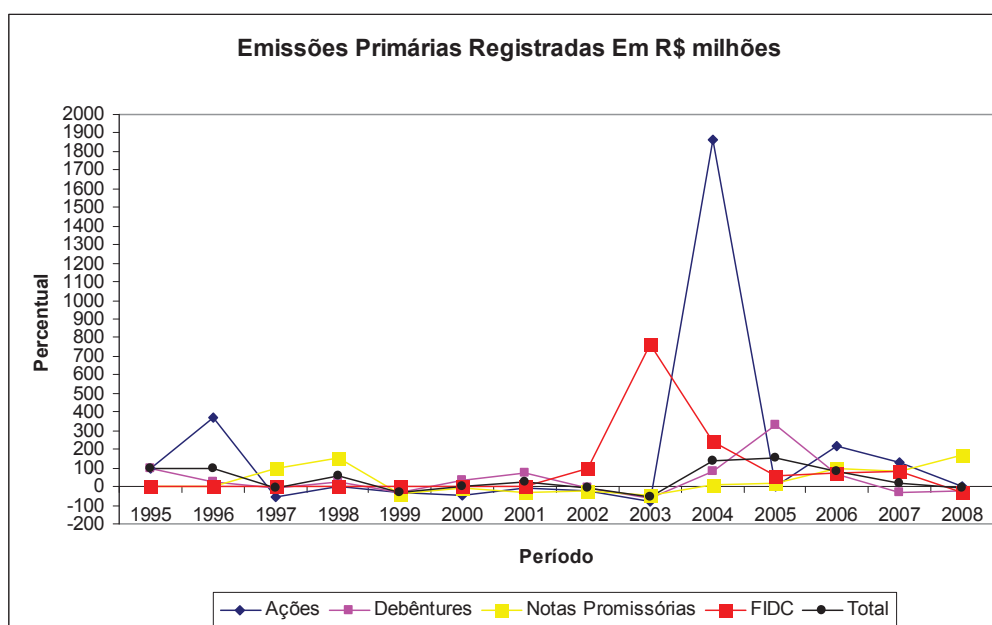
*“Muitas empresas criadas no período eram empresas estatais e consórcios ligados à privatização, empresas que abrem para a emissão de ADRs, empresas de securitização e leasing, e empresas que não fizeram emissão superior a R\$ 1 milhão. Portanto, o aumento do número de empresas abertas registrado no período em questão é apenas aparente.” (CARVALHO, 2000: 607)*



Apesar da crise, é importante ressaltar que o mercado de capitais tornou-se mecanismo eficiente de financiamento de longo prazo para as empresas nas últimas décadas. Esse fato é mais expressivo nas economias desenvolvidas e os fatores que contribuíram para isso foram as mudanças de natureza regulatória e a revolução nas telecomunicações; o aumento da liquidez global; as baixas taxas de juros internacionais; a redução das margens de risco (*spread*) e a busca de ativos mais rentáveis pelos investidores.

Como afirma CABALLERO, citado por SANT'ANNA (2008), há uma escassez de ativos de qualidade no mundo. Com isso, o Brasil, a partir de 2005, deixou de ser uma exceção a esse cenário mundial de expansão. O Gráfico 5 apresenta os números que confirmam tal evolução.

GRÁFICO 5



Fonte: CVM. Elaboração própria.

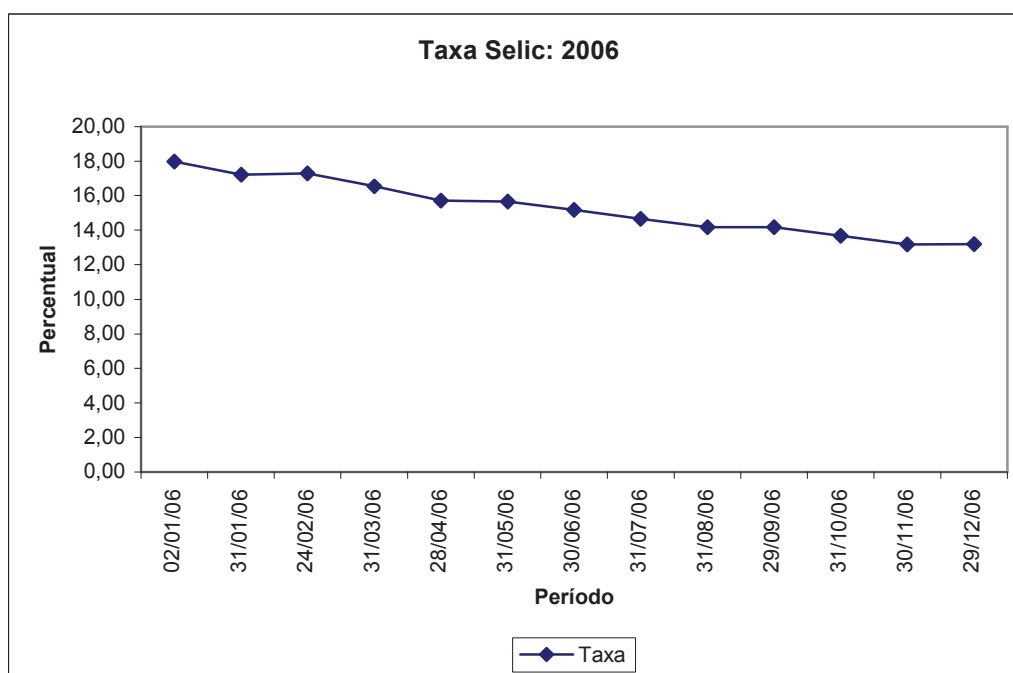
O mercado de capitais vem registrando, desde 2005, uma forte expansão da captação de recursos pelas empresas brasileiras via emissão de debêntures, ações, Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. Em 2006, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram lançados R\$ 106,7 bilhões em títulos privados de renda fixa e variável, um crescimento real de 81% frente ao ano anterior. Esse crescimento se torna ainda mais significativo se observarmos os R\$ 59

bilhões emitidos em 2005, representando um crescimento de 156% em relação ao ano de 2004.

Através do Gráfico, pode-se notar que os títulos com o maior número emissão (em percentual) entre 2005 e 2006 foram os da dívida corporativa (debêntures) e as ações. Dentre outros fatores responsáveis por esse incremento na demanda por títulos de dívida corporativa, podemos destacar: a trajetória de queda das taxas básicas de juros, o estímulo fiscal a alongamento de prazos dos fundos de investimento e, finalmente, os esforços para conferir maior transparência ao mercado.

Com relação aos juros, Gráfico 6, o ano de 2006 foi caracterizado pela queda contínua da taxa Selic, que se iniciou a 18% a.a. e terminou a 13,25% ao ano. As aplicações em debêntures contribuem para a obtenção dessa maior rentabilidade, uma vez que seus rendimentos são, em geral, superiores à taxa de depósitos interbancários (DI). Em relação ao estímulo fiscal, a Receita Federal editou uma Instrução Normativa, em 30/12/2004, estabelecendo uma diferenciação de tratamento entre os fundos de investimento de curto e os de longo prazo. Foi instituída uma vantagem tributária à manutenção de carteiras com prazos médios superiores a 365 dias. Como as debêntures têm prazos bem superiores a um ano, a demanda por esses títulos foi bastante beneficiada por esse mecanismo. Por fim, o esforço de padronização das regras de emissões de debêntures, implementados por instituições como CVM, ANBID e ANDIMA, visando conferir maior transparência e mais segurança aos investidores, acabar por gerar maior liquidez ao mercado e por conseguinte, maior incentivo às aplicações em tais títulos.

GRÁFICO 6



Fonte: BANCO CENTRAL. Elaboração própria.

Assim como no caso das debêntures, as empresas vêm fazendo uso cada vez maior do lançamento de ações como forma de obter financiamento de longo prazo. Nesse sentido, como afirma Sant'Anna (2008) o número de registros de oferta primária de ações aumentou em quase 700%, passando de 6 em 2000 para 46 nos primeiros nove meses de 2007. Tal expansão é consequência, em boa medida, ao maior interesse de investidores externos, sobretudo nas operações de abertura de capital. Nas operações de abertura de capital, a participação dos investidores estrangeiros subiu de 60% em 2005 para 73% em 2007. Em consequência, o volume de ações de empresas brasileiras transacionadas por investidores estrangeiros passou de US\$ 18 bilhões em 2003 para US\$ 95 bilhões em 2006, chegando a atingir US\$ 115 bilhões até setembro de 2007.

Além dos estrangeiros, os investidores nacionais também aumentaram suas aplicações na Bolsa. Neto (2007), citado por Sant'Anna (2008), aponta três causas principais para o crescimento da demanda por ações: a estabilidade econômica, que garante uma maior previsibilidade ao cálculo econômico; a mudança de hábito dos agentes econômicos e a evolução da mentalidade dos mesmos ao aplicarem suas reservas. De um lado, as empresas passaram a preferir captar por meio de emissão de ações e, de outro lado, os investidores institucionais e pessoas físicas migraram

de aplicações de renda fixa para renda variável; por último, um aprimoramento institucional adotado pela CVM e pela Bovespa em direção a regras mais rígidas de Governança Corporativa, sobretudo no Novo Mercado, que reduzem os custos de informação e protegem o direito dos minoritários.

*“Vários Fatores explicativos estão na origem do notável dinamismo do mercado de capitais brasileiro no triênio 2005-2007. Em primeiro lugar, menciona-se o cenário internacional favorável, e em particular, o ciclo de liquidez para os países periféricos iniciado em 2003, mas que beneficiou o Brasil, sobretudo, a partir de 2005, se traduzindo na ampliação dos fluxos de investimento estrangeiro de carteira. Em segundo lugar, ressalte-se a melhoria no quadro macroeconômico geral da economia brasileira, com a consolidação da estabilidade da moeda e, em particular, nos preços-chave da economia (câmbio e juros) e retomada do crescimento econômico. Em terceiro lugar, cabe salientar, as mudanças regulatórias que permitiram criação e/ou aperfeiçoamento de instrumentos de securitização de dívida (como o FDIC e CRI – Certificados de Recebíveis Imobiliários) e o aperfeiçoamento na infra-estrutura do mercado de capital brasileiro.” (FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO DO ESTADO DE SÃO PAULO, 2008)*

Em 2008, até o primeiro semestre, essa evolução continuou se apresentando favorável ao mercado de capitais nacional. O ótimo desempenho do mercado acionário foi influenciado pela conjunção de alguns fatores, a destacar: a forte presença dos investidores estrangeiros no mercado, que apresentaram o maior saldo de ingresso líquido mensal registrado na história da BOVESPA, R\$ 6,0 bilhões (abril/2008); o corte de 0,25 ponto percentual na taxa básica de juros efetuada pelo Federal Reserve (FED); e no final de abril, a divulgação da agência de classificação de risco Standard & Poor's (S&P), que promoveu o Brasil ao chamado grau de investimento. O Brasil, a partir de então, faz parte dos países considerados seguros para investir.

### 3.2- A Crise Financeira Mundial de 2008.

O período econômico atual se traduz em momentos de séria preocupação e receio por parte de todas as economias mundiais. Segundo Cézár (2008), a crise financeira, que há algum tempo já se fazia sentir eminente, eclodiu com força a partir do segundo semestre de 2008. A falência de grandes instituições financeiras; a recessão evidente nas maiores nações e o risco de crédito em âmbito mundial trazem à tona a gravidade dessa crise para a economia global.

É importante a elaboração uma análise para melhor entendimento dos motivos que levaram o Sistema Financeiro Internacional a mergulhar nesse lodo desafiador. Numa economia cada vez mais globalizada, a interdependência dos mercados mundiais cria um efeito borboleta muitas vezes devastador em economias que dependem quase que exclusivamente dos investimentos e ânimos internacionais.

O foco da desestruturação do Sistema Financeiro Internacional está concentrado na crise imobiliária dos E.U.A. e é a partir daí que buscaremos uma compreensão melhor do caos econômico que o mundo vive atualmente. Desde a Grande Depressão iniciada em 1929, o mundo conheceu um vilão criado pela “mão invisível” do mercado defendida por Adam Smith, a *Recessão Econômica*. Desse período em diante, o maior temor de uma economia, sem dúvida, é focalizado na desaceleração generalizada do consumo, que acaba por configurar o impedimento de desenvolvimento e crescimento econômico.

Em 2001, após os atentados terroristas de 11 de setembro, a economia Americana, seriamente abalada, estava a beira de uma crise. Os americanos reduziram drasticamente o consumo. Para conter uma eminente crise, o Federal Reserve, banco central americano, baixou significativamente a taxa de juros. O mercado reagiu bem a essas medidas e como complemento, houve uma grande abertura nas linhas de crédito imobiliário, inclusive às pessoas que se enquadravam no *subprime*, clientes que não têm uma renda comprovada e possuem um histórico de inadimplência.

Por oferecerem um maior risco de retorno de capital, o grupo de clientes *subprime* pagam juros que chegam até a 12%. Para não arcar com todo o risco envolvido nessa transação imobiliária, as financeiras lançam títulos no mercado com o intuito de adiantar vencimentos. Por conta das altas taxas de juros envolvidos, tais títulos são bem aceitos no mercado. Corretoras de investimento compram os títulos,

gerando um outro capital a ser emprestado pelas financeiras, e repassam os papéis como proposta de investimento a seus investidores espalhados por todo o mundo. Fica fácil concluir o resultado dessa cadeia de compra e venda de títulos, ou seja, a geração de uma liquidez incerta onde a inadimplência do cliente *subprime* acaba gerando um efeito cascata que afetará todos os demais investidores envolvidos.

Foi exatamente isso o que aconteceu, após a retomada do crescimento norte-americano, por volta de 2003-2004, o FED sentiu-se à vontade em aumentar a taxa de juros. As pessoas que tinham se envolvido no crédito imobiliário, adquirindo seus imóveis, possuindo obrigações hipotecárias, viram suas dívidas aumentarem drasticamente culminando com o elevado índice de inadimplência gerando a chamada “bolha imobiliária”. Tal situação leva ao desajuste contábil nas contas das várias instituições financeiras e corretoras de investimentos, que vêm com a deflagração da crise, os saques de seus investidores se elevando, passando pelo risco de liquidez e possível quebra da instituição, como podemos constatar no momento atual.

*“O quadro atual é que o consumidor norte-americano pode ficar sem moradia, sem poupança e diminuir seu consumo, com isso o maior importador global, os E.U.A., deixam de comprar mercadorias internacionais afetando o comportamento exportador de algumas nações; sem falar na redução dos investimentos estrangeiros e a diminuição dos negócios nas bolsas de valores de todo o mundo.” (CÉZAR, 2008)*

Como a crise americana provoca aversão ao risco, os investidores em ações preferem sair das Bolsas, sujeita a oscilações, e aplicar em investimentos mais seguros. Além disso, os estrangeiros que aplicam em mercados emergentes, como o Brasil, vendem seus papéis para cobrir perdas lá fora. Com muita gente querendo vender, ou seja, oferta elevada, os preços dos papéis caem e todas as bolsas são afetadas ao redor do mundo, como constatado no período presente.

Outros fatores da economia mundial também merecem destaque como incentivo ao crédito deliberado que culminou com a crise atual. Nos últimos anos, o mercado financeiro internacional tem passado por forte liquidez, com muitos recursos disponíveis. Com tanto dinheiro fluindo, houve aumento na concessão de crédito e com menor rigor. Como dito anteriormente, o aspecto regulatório,

principalmente no mercado de capitais, é essencial para seu desenvolvimento e fortalecimento ao longo do tempo.

Fica explicitado, que houve um afrouxamento nas regras regulatórias nos períodos que antecederam a crise, esse fato, sem dúvida, pode ser apontado como um dos pontos fortes na disseminação do “desarranjo” econômico que o mundo vive hoje. Para tanto, as principais autoridades financeiras do mundo já discutem mudanças no aspecto regulatório do Sistema Financeiro Internacional, e dividem-se entre criar regras totalmente novas ou apenas modificar as regras atuais com intuito de fortalecê-las.

Essas mudanças se fazem necessárias, pois uma regulamentação menos rígida, sobretudo no Mercado de Capitais, acaba incentivando grandes instituições financeiras a se utilizar de tal mercado para a obtenção de lucros maiores e mais fáceis, contudo esse procedimento pode incorrer no risco de liquidez e gerar uma crise sistêmica, afetando o sistema financeiro global.

A solução para a crise ainda se mostra um tanto distante, para socorrer os mercados financeiros e tentar a garantia de crédito, os principais bancos centrais do planeta – o BCE (Banco Central Europeu), o Federal Reserve (FED, o BC americano) e o Banco do Japão, além de entidades da Austrália, Canadá e Rússia – intervieram e liberaram bilhões de dólares em recursos aos bancos. Na Inglaterra, o Estado adotou a estratégia de compra de ações das principais instituições financeiras como forma de intervenção, tornando-se assim acionista, uma forma de estatização dos tempos modernos, trazendo a tona o renascimento da ideologia Keynesiana vivenciada na economia do pós-guerra. Tal estratégia vem sendo seguida também pelos E.U.A. e por outros países.

É certo que não se pode visualizar uma solução concreta e imediata para a crise, a recessão já é quase uma certeza, evita-la é quase impossível, o caminho é o foco nas mudanças necessárias para que os danos causados pela crise não se agravem com o tempo, e a partir dos “primeiros socorros” anunciados recentemente, haja uma reestruturação no Sistema Financeiro Internacional capaz de trazer de volta a segurança e a liquidez necessárias ao desenvolvimento das economias globais.

### 3.3- O Brasil frente à Crise.

O Brasil, como qualquer outra nação, não está imune a crise. É válido ressaltar, porém, que a atual conjuntura econômica brasileira deixa o país numa posição mais forte para enfrentar as dificuldades financeiras vivenciada pelo mundo. A estabilidade da moeda e da macroeconomia nacional, junto a um valor confortável de reservas internacionais torna a economia brasileira mais resistente a crise.

Para Ilan Goldfajn (2008), professor de economia da USP, é necessário que as autoridades monetárias e o Estado como um todo tome medidas no sentido de se precaver contra os efeitos inevitáveis da crise, que se caracterizam pela falta de crédito no âmbito internacional; diminuição do consumo, resultado da recessão prevista nas maiores economias do planeta e a conseqüente desaceleração do crescimento econômico mundial. Goldfajn (2008) ainda destaca os objetivos principais nesse momento de crise, quais sejam: Evitar que a falta global de créditos implique ameaça à saúde das instituições financeiras locais; Redistribuir a liquidez que tende a fluir para o governo e ficar concentrada na mão de poucos; Evitar uma parada brusca de crédito doméstico às empresas e famílias; Suavizar movimentos excessivamente bruscos na taxa de câmbio que prejudiquem a o funcionamento da economia e suavizar, caso ocorra, uma parada brusca de fluxos de capital internacional para o Brasil nos próximos meses.

Nesse sentido, o Banco Central tem tomado medidas para que a falta de liquidez na economia brasileira não se transforme em uma “crise de incerteza”. Para tanto, o Bacen recorreu à redução do Compulsório, procurando trazer de volta à economia a liquidez necessária para aliviar as restrições dos bancos nos piores momentos da crise. Houve, também, incentivo para redistribuir a liquidez dos bancos maiores para os menores, inclusive com medidas de incentivo à compra de carteiras das instituições menores.

No mercado de câmbio, a política de acumulação de Reservas Internacionais nos momentos de bonança e de vendas no momento de crise equivale a uma política que age na contenção dos excessos em que o setor privado pode incorrer e suaviza os movimentos bruscos da taxa de câmbio.



*“Os objetivos propostos não contemplam a manutenção do crescimento do crédito nos níveis acelerados de outrora (30% ao ano recentemente). Também não incluem a manutenção do crescimento acelerado do PIB numa economia mundial que vai exigir moderação. Não é o momento de artificialmente tentar manter o crescimento e pressionar a conta corrente, o que, num ambiente sem financiamento internacional adequado, levaria à depreciação do câmbio e à inflação.” (GOLDFAJN, 2008)*

Desde 2003, o Brasil buscou reerguer o setor da construção habitacional, favorecendo a ampliação do crédito e a melhora das condições institucionais visando o melhor funcionamento do financiamento imobiliário.

Segundo Jorge Mattoso (2008), economista e consultor / Presidente da Caixa Econômica Federal – 2003/2006, o governo federal tem insistido corretamente na necessidade de preservar o crescimento econômico, assegurar o apoio às construtoras e o crédito ao financiamento imobiliário, indispensáveis à continuidade de seu desempenho recente.

O FGTS tem sido indispensável ao desempenho do setor habitacional e seriam elevados os custos que poderiam advir de uma retirada, neste momento, de recursos da habitação. Afinal, este é um setor que tem alavancado alto crescimento, sem ônus à balança comercial e com forte geração de empregos.

*“A crise mundial pode chegar ao Brasil, mas com efeitos menores do que no passado e basicamente a partir do crédito e do câmbio. O setor imobiliário tem tudo para – após uma boa sacudida – retomar sua trajetória de expansão. Ainda que, além do apoio do governo, precise também reduzir um pouco suas expectativas, redefinir suas estratégias de longo prazo e elevar sua capacidade competitiva.” (MATTOSO, 2008)*

Em novembro de 2008, São Paulo foi palco da reunião dos principais ministros de finanças e presidentes de bancos centrais do G-20. Para amenizar o efeito da crise sobre a economia real, os países participantes recorreram a cortes de impostos, aumento de transferências governamentais e injeções de recursos públicos na economia – um arsenal conhecido como política fiscal anticíclica.

É visível que a participação conjunta de todos os países na elaboração de novas regras para o mercado financeiro mundial e a resultante proteção aos investimentos e criação de novas fontes de recursos é uma condição essencial para o enfrentamento da crise que assola a economia globalizada.

## CONCLUSÃO

A pesquisa nos revela a importância do Mercado de Capitais para a inversão de novos investimentos e o conseqüente crescimento econômico. Isso através da captação de recursos com custos de transações mais baixos e melhor canalização dos mesmos aos setores empenhados no desenvolvimento e crescimento de suas empresas.

No caso brasileiro, nota-se que desde 1990, houve uma expansão e certo desenvolvimento desse mercado. Isso devido às reformulações de quadros estruturais como o avanço do marco regulatório e o aprimoramento das instituições financeiras vigentes no país. A conjuntura interna e externa, em certos períodos, também foi muito favorável ao Mercado de Capitais doméstico. A esse respeito podemos citar os expressivos investimentos externos recebidos por nosso mercado e a abertura comercial vivenciada na década de 90, que ajudaram a dar à nossa economia uma confiabilidade maior por parte das economias externas.

A evolução macroeconômica, vivenciada pelo Brasil, principalmente após o lançamento do Plano Real (1994), com o controle da inflação e a estabilidade da moeda, também proporcionou grande contribuição para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Apesar disso, o mercado de capitais brasileiro ainda carrega consigo certos entraves que emperram sua expansão. Podemos citar como exemplo, as altas cargas tributárias sobre as operações financeiras, que juntamente com as elevadas taxas de juros, desestimulam os agentes a aplicarem suas poupanças no mercado de capitais, retraindo a evolução do mesmo.

Outro ponto que merece revisão por parte das autoridades brasileiras, é a incerteza jurisdicional por parte dos investidores. Abaladas por esta incerteza, a estabilidade e a segurança dos contratos financeiros acabam por inibir a aplicação dos agentes privados em instrumentos financeiros de longo prazo, coibindo mais uma vez a expansão do mercado de capitais brasileiro.

A Crise Financeira Internacional leva à reflexão da importância da regulamentação do Mercado de Capitais numa economia globalizada. Devido ao afrouxamento da regulação, por parte dos E.U.A., com a deflagração dos chamados títulos “subprimes”, o mundo vive hoje uma das piores, se não a pior crise do sistema financeiro mundial. Os efeitos dessa catástrofe financeira já se fazem sentir por todas as economias, sem previsão de solução em curto prazo.

### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Lições Internacionais, Desafios Brasileiros.** Rio de Janeiro, Ed. Contra Capa Livraria, 2005.

Banco Central. <http://www.bcb.gov.br> 18/11/2008.

Bovespa. <http://www.bovespa.com.br> 14/09/2008.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Y.; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais. O Que É, Como Funciona.** Rio de Janeiro, Ed. Elsevier, 2005. 6ª edição.

CARDIM, Fernando J. *et al.* **Economia Monetária e Financeira. Teoria e Política.** Rio de Janeiro, Ed. Campus, 2000. 8ª edição.

CARNEIRO, Dionísio Dias. **Origens e conseqüências da regulamentação e da tributação das transações financeiras no Brasil.** In: Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro, Ed. Contra Capa Livraria, 2005.

CARVALHO, Gledson de. **Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90.** In: Debate. Economia Aplicada. São Paulo, USP, V.4, N.3, 2000, pp. 596-631.

CÉZAR, Caio. **A crise imobiliária dos EUA – um efeito borboleta globalizado.** In: webartigos.com – consulta em 05/11/2008.

Comissão de Valores Mobiliários. <http://www.cvm.gov.br> 25/10/2008.

FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro. Produtos e Serviços. Rio de Janeiro, Ed. Qualitymark, 2004. 15ª edição.

Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo. Grupo Conjuntura. **O mercado de capitais brasileiro no período 2003-2007: evolução e tendências.** 2008.

Fundação Getúlio Vargas. <http://www.fgv.br> 20/10/2008.

GOLDFAJN, Ilan. **Promessas da economia para 2008.** In: <http://www.estado.com.br/editoras/2008>.

MATTOSO, Jorge. **Crise e Setor Imobiliário.** In: <http://revista.vericia.com/2008/10/29/crise-e-setor-imobiliario>.

MOURA, Alkimar R.. **Desenvolvimento financeiro e qualidade dos ajustes macroeconômicos: notas sobre o caso brasileiro.** In: Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro, Ed. Contra Capa Livraria, 2005.

NÓBREGA, Mailson da. **A importância de um regime especial de tributação para o mercado de capitais.** In: Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro, Ed. Contra Capa Livraria, 2005.

OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. **A auto-regulação e o mercado de capitais** In: Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro, Ed. Contra Capa Livraria, 2005.

PEREIRA, José Olympio. **Habemus mercado.** In: Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro, Ed. Contra Capa Livraria, 2005.

PINHEIRO, Armando Castelar. **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: Em Direção a um Agenda de Reformas.** Dezembro-2004.

SANT' ANNA, André Albuquerque. **Mercado de Capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras no período 2004-2006.** In: XI Jornadas de Economia Crítica. Facultad de CC Económicas de la Universidad del País.

TEIXEIRA, Nilson. **Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios** In: Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro, Ed. Contra Capa Livraria, 2005.

WOODFORD, Michael. **How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy?** In: Journal of Money, Credit and Banking, forthcoming. 2008

Valor Econômico. <http://www.valoronline.com.br> 29/11/2008.

**ANEXOS**

## ANEXO 1

- **Instituições Bancárias.**

São instituições que possuem depósitos à vista e a capacidade de multiplicar moeda (multiplicador monetário). Entre elas podem ser citadas:

- **Bancos Comerciais, BC.** Tem como objetivo principal suprir a necessidade de crédito, de curto e médio prazo, para o financiamento do comércio, da indústria, de empresas prestadoras de serviços e de pessoas físicas.

- **Bancos Cooperativos, BCo.** Autorizados pela autoridade monetária a atuar como banco comercial, na forma de sociedades anônimas de capital fechado, com participação exclusiva de cooperativas de crédito singulares. A vantagem para o sistema, é que o produtor rural é o gerador e o controlador do fluxo do dinheiro, ao mesmo tempo em que mantém esses recursos. O dinheiro fica na região onde é gerado para reaplicação no desenvolvimento de novas culturas.

- **Cooperativas de Crédito, CC.** É constituída a partir da associação de funcionários de uma determinada empresa e suas operações ficam restritas aos cooperados. Oferecem possibilidades de crédito aos funcionários a partir de uma pequena contribuição mensal, muitas vezes descontadas na folha de pagamento. Outra forma de captação de recursos, autorizada pelo Banco Central, é a de operar contas com depósitos à vista e a prazo.

- **Caixas Econômicas, CE.** Equiparam-se, em certo sentido, aos bancos comerciais, pois podem captar depósitos à vista, realizar operações ativas e efetuar prestação de serviços, embora basicamente dirigidas às pessoas físicas. Podem operar no crédito direto ao consumidor, financiando bens de consumo duráveis e têm o monopólio das operações de empréstimo sob penhor de bens pessoais e sob consignação.

- **Instituições Não-Bancárias.**

São instituições que dirigem suas atividades à intermediação de moeda, através da emissão de títulos para captação de recursos e posteriores empréstimos. Temos como exemplo dessas instituições:

- **Bancos de Desenvolvimento, BD.** O BNDES, já citado anteriormente, é o maior agente de fomento, de financiamentos de médio e longo prazo, aos setores primário, secundário e terciário. Existem também as instituições de fomento regional

como o Banco do Nordeste (BNB) e o Banco da Amazônia (BASA). Estes últimos são controlados pelos governos estaduais e orientados ao fornecimento de crédito de médio e longo prazo às empresas localizadas nos respectivos estados. Normalmente operam com repasses de órgãos financeiros do Governo Federal.

- **Bancos de Investimentos, BI.** Suas atividades se baseiam no financiamento de médio e longo prazo, para suprimento de capital fixo ou de giro, mediante a aplicação de recursos próprios e/ou captação, intermediação e aplicação de poupança de terceiros. Os Bancos de Investimento estão também capacitados a oferecer serviços como assessoria na realização de negócios em geral e projetos, além de administrarem fundos de investimentos de renda fixa e de ações, clubes de investimentos e lançamentos de títulos nos mercados local e exterior.

- **Companhias de Crédito, Financiamento e Investimento (Financeiras).** Instituições privadas, constituídas na forma de sociedade anônima. Têm como função primordial financiar bens de consumo duráveis por meio do conhecido “crediário” ou crédito direto ao consumidor. Tal operação se realiza com a captação de recursos pela emissão de Letras de Câmbio (LC), que são títulos de crédito sacados pelos financiados e aceitos pelas financeiras para colocação junto ao público.

- **Sociedades de Crédito ao Microempreendedor, SCM.** Empresas constituídas sob a forma de companhia fechada, ou sob a forma de sociedade limitada. Destinam-se a conceder financiamentos e prestar garantias a pessoas físicas, com vistas a viabilizar empreendimentos de natureza profissional, comercial ou industrial, de pequeno porte. Fornecem assistência também às pessoas jurídicas classificadas como microempresas.

- **Sociedades de Crédito Imobiliário, SCI.** As SCIs são instituições participantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Estando sujeitas, enquanto instituições financeiras, às normas e à fiscalização do Banco Central.

As sociedades de créditos imobiliários captam recursos através de depósitos em contas de poupança (cadernetas de poupança) e repasse de créditos oficiais. Tais instituições utilizam também a emissão de Letras Hipotecárias e Letras Imobiliárias como fonte de recursos.

- **Bolsas de Valores, BV.** As bolsas de valores, de acordo com disposto na Resolução nº 2.690 de 28/01/2000 do CMN, constituem-se como associações civis,

sem fins lucrativos ou sociedades anônimas, e têm por objetivo social, entre outros, manter local adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus membros, pela autoridade monetária e em especial pela CVM.

- **Bolsas de Mercadorias e de Futuros.** Instituições nas quais se negociam mercadorias, em mercados à vista, a futuro e/ou de entrega futura. A BM&F, Bolsa de Mercadoria & Futuros é a mais conhecida, associação sem fins lucrativos com o objetivo social de efetuar o registro, a compensação e a liquidação, física e financeira, das operações realizadas em seus pregões. Além disso, organiza e providencia o funcionamento e desenvolvimento de mercados livres e abertos para negociação de quaisquer espécies de títulos e/ou contratos que possuam como referência ativos financeiros, índices, indicadores, taxas, mercadorias e moedas, nas modalidades à vista e de liquidação futura.

-**Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários, SCVM.** Sociedades típicas do mercado mobiliário, constituídas como sociedades anônimas ou sociedades por cotas de responsabilidades limitada. Sua constituição depende de autorização do Banco Central, e o exercício de sua atividade depende de autorização da CVM. Têm como função prover o encontro de compradores e vendedores de títulos e valores mobiliários. Operam nos recintos das bolsas de valores e de mercadorias, efetuam lançamentos públicos de ações, além de administrar carteiras e custodiar valores mobiliários.



## ANEXO 2

- **LANÇADOR:** É quem vende a opção. Assume obrigação de vender ou comprar determinada quantidade de ação objeto, a um preço fixado, até o vencimento da opção ou em data determinada;

- **TÍTULAR:** É quem compra a opção. Adquire os direitos vinculados a ela.

- **AÇÃO-OBJETO:** Ação a ser comprada ou vendida no dia de vencimento da opção.

- **DIA DE EXERCÍCIO:** Dia de vencimento do contrato. Titulares devem instruir seus corretores para exercer ou não a opção em tempo hábil.

- **EXERCÍCIO:** Operação realizada no pregão, pela qual titular compra ou vende as ações-objeto, ao preço de exercício.

- **PREÇO DE EXERCÍCIO:** Preço pelo qual a opção será exercida.

- **PRAZO:** Tempo entre dia de lançamento e dia de exercício.

- **LANÇAMENTO:** Operação que origina as opções negociadas.

- **FECHAMENTO:** Operação em que o Lançador e/ou o Titular reduz ou encerra suas obrigações (no caso do Lançador) ou direitos (no caso do Titular). Consiste na realização da operação inversa à original:

Lançador compra opções da mesma série que vendeu antes.

Titular vende as opções adquiridas anteriormente.

- **DENTRO DO DINHEIRO:** Nas opções de venda: opção cujo preço de exercício é maior do que o preço à vista corrente da ação-objeto.

Nas opções de compra: opção cujo preço de exercício é inferior ao preço à vista corrente da ação-objeto.

- **DAY TRADE:** Compra e venda de opções da mesma série, numa mesma sessão de pregão, na mesma bolsa.

- **PRÊMIO:** Preço da opção, no lançamento ou durante o prazo.

- **SÉRIE:** Opções com mesmo preço e dia de exercício, envolvendo a mesma ação-objeto.

### ANEXO 3

- A Instrução 308, de 14 de maio de 1999, que cuida do exercício dos auditores independentes, procurando impedir conflitos de interesses e impõe o rodízio desses profissionais;
- A Instrução 358, de 3 de janeiro de 2002, que regula e exige o estabelecimento de políticas de divulgação de informações e de negociação de ações pelas companhias;
- A Instrução 361, de 5 de março de 2002, que regula as ofertas públicas, sobretudo para o cancelamento do registro de companhia aberta, em particular os casos de fechamento de capital e de *tag along*, para os quais fosse previsto o recebimento, pelos acionistas minoritários titulares de ações ordinárias, de uma parcela do prêmio decorrente da venda de controle;
- A Instrução 372, de 28 de junho de 2002, que trata do adiamento de Assembléias Gerais, mecanismo introduzido pela reforma legislativa de 2001 e que permite aos acionistas minoritários requisitar da CVM a suspensão da convocação de assembléias para que esta possa analisar as propostas a serem submetidas à deliberação dos acionistas e opinar sobre eventuais ilegalidades dessas propostas;
- A Instrução 384, de 17 de março de 2003, cuja redação permite que os formadores de mercado sejam contratados pela própria companhia emissora. Isso para promover o incremento da liquidez no mercado secundário;
- A reformulação da Instrução 356, de 17 de dezembro de 2001, que tem por finalidade regular o funcionamento dos fundos de direitos creditórios e estabelecer regras mais flexíveis.
- A Instrução 404, de 13 de fevereiro de 2004, que trata da debênture padrão, medida fundamental para permitir o surgimento de um mercado de dívida corporativa;
- A Instrução 388, de 30 de abril de 2003, que dispõe sobre a atividade do analista de valores mobiliários. Esse normativo não só estabelece condições para o exercício da atividade – registro na CVM, aprovação em exame de proficiência e adesão ao código de ética da entidade que credencia - , como também exige a divulgação ao público de potenciais

situações de conflito de interesses que possam influenciar a análise dos valores mobiliários;

- As Instruções 409 e 411, de 18 de agosto e 26 de novembro de 2004, respectivamente, que dispõem sobre a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento, independentemente do ativo integrante de suas carteiras, e que, além de terem flexibilizado regras existentes, procuram assegurar maior proteção aos investidores;

- A Instrução 414, de 30 de dezembro de 2004, modernizou as regras relativas à emissão dos certificados de recebíveis imobiliários.