

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM POLÍTICAS PÚBLICAS,
ESTRATÉGIAS E DESENVOLVIMENTO - PPED-IE /UFRJ

Área de concentração:

INSTITUIÇÕES, ESTRATÉGIAS E DESENVOLVIMENTO

A BM&FBOVESPA: A CONSTRUÇÃO DE UM MERCADO NACIONAL
DE BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E DE FUTUROS NO BRASIL.

Marcelo Pires Leite

Orientadora: Profª Dr. Ana Célia Castro

Rio de Janeiro

Maio de 2011

INTRODUÇÃO

Ao tratarmos do assunto bolsa é fundamental assinalarmos que há diferentes tipos/formas de “negócios” que podem ser realizados neste sistema de negociação. Pois, antes de qualquer coisa, uma “bolsa” constitui-se numa forma particular de realizar transações envolvendo a compra e venda, e, às vezes, aluguel, dos mais variados tipos de bens, ativos e mercadorias.

Nesse sentido, a primeira distinção que devemos fazer é quanto ao objeto do qual trata esta negociação, isto é, se nas transações que iremos realizar estamos negociando produtos agropecuários, como café, soja, milho, algodão, gado, ou ativos de origem mineral, como ouro, prata (que assim como algumas mercadorias agrícolas estão nas origens desta forma de negociação) e mais recentemente, petróleo, cobre, níquel, carbono, ou ativos financeiros, como moedas e taxas de juros ou títulos patrimoniais, como ações, notas comerciais, debêntures e outros títulos de propriedade. Ou seja, se estamos analisando contratos que são negociados em “bolsas de mercadorias” ou se estamos analisando transações numa “bolsa de valores”. A segunda distinção é se estes negócios são realizados para liquidação no mercado “à vista” ou em um mercado para entrega ou liquidação financeira “a futuro”. Assim, é fundamental que determinemos de qual mercado de bolsa estamos tratando e como estes negócios serão concluídos (liquidados), para não incorremos no erro comum de tratá-los como um objeto único, de aspectos gerais e sem diferenciações que sejam relevantes.

Outro ponto importante à se evitar ao apresentarmos um trabalho sobre bolsa é o lugar comum de nos dirigirmos a ele como se este fosse um tema propriamente “novo”, “inovador” e “moderno”, pois, como veremos, estas são formas de negociação que se desenvolvem desde a antiguidade, uma vez que seu objetivo principal sempre foi, e é até os dias de hoje, buscar proteção (*hedge*) contra riscos de possíveis perdas de bens e mercadorias consideradas valiosas, preocupação presente desde os primeiros registros de organização social e econômica.

É muito comum encontrarmos referências aos negócios realizados em bolsa como um jogo de azar, uma “roleta”, em textos não especializados. Em geral, esta é uma percepção tão mais forte, quanto mais instável é a história econômica das pessoas envolvidas. No Brasil, esta interpretação é bastante presente, principalmente junto a parcela da população de menor poder aquisitivo, e, portanto, os que tem menor acesso a estes mercados e as que mais sofreram (e sempre sofrem) com as instabilidades econômicas que ocorreram em nosso país desde a época do Império.

Espero neste trabalho demonstrar que o processo de organização de um mercado passa necessariamente por esforços para definir as regras que vão determinar como os agentes envolvidos nas transações devem, ou podem, se comportar. Sendo que, a definição destas regras é constituída pelos elementos que são próprios do contexto em que os agentes envolvidos nas transações estão inseridos, pois a maior ou menor presença de aparatos institucionais, sejam de natureza pública ou privada, esta relacionada com a estabilidade, ou não, com que estas transações se realizam. Ao se estabelecer as normas que deverão ser seguidas para se realizar qualquer transação, o que se pretende é definir um padrão de conduta a ser seguido por todos os envolvidos, dando, desta forma, maior clareza sobre o que está se realizando, e, com isso, mais segurança. Assim, em contextos econômicos marcados por sucessivos eventos geradores de instabilidades, a presença de freqüentes esforços de regulamentação é facilmente justificada pela necessidade de se garantir transações com maior segurança, ou mesmo de se tentar adequar as suas práticas aos novos eventos que provocaram as transformações no mercado, ou, ainda, de dar ao mercado uma nova conformação de acordo com as necessidades dos gestores da economia, ou de quem a controla, ou de quem possui controle sobre este ou aquele mercado. Práticas consagradas e cristalizadas por um longo período de tempo são muito mais difíceis de serem alteradas do que aquelas que são periodicamente transformadas por novos eventos (sejam políticos ou econômicos), mesmo que estas sejam tácitas e baseadas nos costumes.

As bolsas são, portanto, fruto de um processo de construção social que busca constituir “instituições” que representem as formas como se transformaram as práticas de todos os agentes envolvidos em seus negócios. E o processo de constituição da BM&FBovespa é um excelente exemplo de como estas transformações podem ser dinâmicas em um cenário econômico de freqüentes transformações, combinando eventos próprios dos

mercados em que estão envolvidos, com necessidades de reorganizações sistêmicas provocadas pelos governos nacional ou locais.

Para tanto, realizaremos este trabalho a partir de três eixos fundamentais: i) uma revisão histórica que busca resgatar as origens da constituição de um mercado de bolsa em nosso país, sem, é claro, deixar de fazer referência aos elementos que este processo tem de comum com o mercado internacional – principalmente devido ao fato de que, como veremos, estas são transações que tem suas origens em relações supranacionais; ii) a busca de evidenciar como os fundamentos da “nova economia institucional” são instrumentos essenciais para se conseguir entender como os negócios realizados em bolsa são elementos constitutivos de todo um processo social, sendo resultado e resultante das formas como os indivíduos se organizam e formam instituições, mas, também, como as instituições “criadas” (regras, regulamentações, normas e aparatos organizacionais) promovem transformações – onde “empresas, mercados e contratos como Instituições Econômicas (IE) ... são o produto evolutivo de uma série de inovações nas organizações”; e iii) a utilização de um instrumento de negociação desenvolvido em conjunto por agentes públicos e pelo mercado privado, como exemplo deste processo de construção institucional que é um mercado de bolsa – os contratos de CPR financeiras (Cédulas do Produtos Rural com liquidação financeira) negociados para a principal mercadoria agrícola negociada em bolsa no nosso país e uma das principais do mundo, o café, que tem a sua história vinculada ao desenvolvimento da economia nacional e dos negócios de bolsa, tanto de mercadorias como de valores mobiliários.

Desta forma, cada um destes eixos se constituirá em um de seus capítulos. Sendo o primeiro capítulo desenvolvido a partir da pesquisa histórica que nos permitirá entender como era, o que é e como está o mercado de bolsa de mercadorias hoje no Brasil; no segundo capítulo será estruturada a revisão bibliográfica que nos permitirá entender quais são os fundamentos da “nova economia institucional” e como podemos utilizá-los para entender como as transformações promovidas no mercado de bolsa em nosso país é um resultado de todo um processo de transformação que se processou nas economias locais, nacional e internacional; e no terceiro capítulo faremos um exercício demonstrando como todo este processo de transformação deu origem não só a uma nova “Instituição” (a *BM&FBovespa*) que é a expressão do mercado financeiro brasileiro,

mas, também, como este é um mercado fortemente marcado pela presença do capital e da iniciativa pública funcionando em conjunto com a iniciativa privada, buscando por vezes fortalecê-la, estimulá-la e, por que não dizer, organizá-la e, até, discipliná-la de acordo com os interesses da política local e nacional. Arrematando o trabalho, realizaremos um capítulo de “conclusão” com meus comentários finais, que são muito mais uma chamada a reflexão sobre este processo de construção destas instituições, que é contínuo e que sempre necessitará de novas leituras, principalmente devido à variedade de contratos que nele são negociados, cada um com suas regras, seus agentes, peculiaridades e necessidades.

CAPÍTULO 1

COMO SURGIRAM AS BOLSAS E COMO É HOJE O MERCADO DE BOLSA EM NOSSO PAÍS

1.1) Das *feiras* e mercados ao ar livre aos mercados de bolsa.

Os primeiros registros que se tem de negócios realizados para entrega futura de mercadorias são basicamente de mercadorias agrícolas e datam da antiguidade (TEIXEIRA, 1992: 6). Essas práticas surgiram essencialmente como resultado da necessidade que as primeiras sociedades organizadas passaram a ter de comercializar suas safras em razão das sazonalidades apresentadas pelas atividades agrícolas. Pois, com o crescimento das cidades e de sua organização social, a expansão das atividades comerciais ocorreu, sobretudo, devido à necessidade de se manter um fluxo regular das mais diferentes mercadorias para abastecer estes novos centros urbanos. Assim, os mercadores que realizavam viagens as províncias produtoras e aos entrepostos de distribuição, passaram a buscar fazer acordos comerciais com os produtores agrícolas para que estes se comprometessem a vender/entregar em uma data futura as suas safras, podendo estas negociações serem feitas com a garantia do preço de venda ou não. Desta forma, estabelecia-se um instrumento em que as transações comerciais realizadas hoje asseguravam um comércio para uma data futura.

Contudo, estes eram negócios que ocorriam de forma particular (caso a caso), nos mais diferentes locais, para as mais diferentes mercadorias, quantidades de entrega, datas e valor de transação, sem que houvesse garantias, para nenhuma das partes envolvidas, de que o negócio seria concretizado. Sendo assim, apesar de serem práticas que fundamentam o que chamamos hoje de “mercado futuro”, estas formas de transações que ocorriam na antiguidade se diferenciavam no que é fundamental em uma “bolsa” de futuros: a realização de negócios estabelecidos a partir de padrões bem definidos, em mercados organizados e com contratos de negociação definidos previamente de acordo

com as particularidades de cada mercadoria negociada, por agente(s) regulador(es)/organizador(es)/supervisor(es) interno(s) (auto-regulação) e externo(s) (agentes públicos).

Assim, apesar dos negócios para entrega futura de produtos agrícolas, realizados diretamente entre mercadores e produtores, datarem da antiguidade (Grécia e Roma antigas), os primeiros registros de bolsas organizadas que se tem data do período pós Idade Média, ou seja, a partir do declínio do poder dos senhores feudais e da Igreja, que ao passarem a controlar as atividades de produção e comercialização agrícolas e a organização da sociedade na Idade Média, proibiram e reprimiram as práticas comerciais e creditícias, eliminando os negócios para entrega futura de mercadorias.

Somente a partir do surgimento e fortalecimento dos novos centros urbanos – as cidades ou *burgos* da Idade Média – que a necessidade de comercialização e consumo de determinados produtos, agrícolas ou não, passaram a ser tornar terreno fértil para organização de “*feiras*” em locais e datas previamente definidos. A organização destes locais para realização de trocas comerciais é, não apenas, a origem da economia moderna baseada nas leis de mercado, mas também, da forma de organização de negócios que deu origem as “*bolsas*”, descrita inicialmente por Joseph de La Veja como “uma pequena praça rodeada de pilares” onde mercadores se reuniam para realizar suas transações e estabelecerem acordos comerciais (RUDGE E CAVALCANTE, 1996: 138).

Apesar de a Inglaterra ter se tornado, já no sec. XII, o país em que se localizavam os grandes centros de comercialização, com locais próprios para comércio – *feiras*, que serviam de ligação entre vários países e como agente difusor dos contratos para entrega futura de mercadorias, foi na França de Luis VII que foi implantada, em 1141, a primeira bolsa organizada, a *Bourse* de Paris, que, funcionando ainda em espaço aberto como as feiras, foi regulamentada em 1304. Contudo, o comércio com papéis que registravam as transações comerciais e as trocas de mercadorias só deixou de ser realizado ao ar livre, ou seja, nas ruas e calçadas, a partir de 1487, na cidade de Bruges, na atual Bélgica, quando passou a ter uma sede própria, na casa dos Van Der Bursen, aos quais se atribui a origem do nome “bolsa” (RUDGE E CAVALCANTE, 1996: 138). Em seguida foram constituídas as bolsas de Antuérpia e Amsterdam, em 1561, e as de

Lyon, Bordéus e Marselha, em 1595 (GOMES, 1997: 190). Mas, somente em 1698, foi fundada na Inglaterra a “Bolsa de Fundos Públicos de Londres” com uma sede para realização de negócios de compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos, com uma organização em que, assim como hoje, era vedado o acesso ao público em geral, com seus negócios orientados por um delegado responsável pelo acompanhamento das operações, que eram realizadas por corretores intermediários associados, *brokers*, e corretores independentes, *jobbers*, que negociavam por conta própria a partir da autorização previa concedida pelo delegado responsável.

Com a expansão do comércio internacional, proporcionado pelo desenvolvimento das navegações e seus conseqüentes “descobrimientos”, tornou-se cada vez mais necessário a constituição de estruturas capazes de realizar e financiar o grande volume de negócios que passaram a surgir, assim como o estabelecimento de regulamentações que disciplinassem e normatizassem estes novos negócios, oferecendo algumas garantias aos seus participantes e definindo responsabilidades. O que fez a Inglaterra, saindo na frente, com sua “Lei Mercantil” (*Law Merchant*¹) que se constituiu no primeiro conjunto de regras a estabelecer normas que determinavam critérios mínimos para realização das negociações com mercadorias nas províncias, tais como a formalização de recibos e contratos para cada tipo de negociação, o estabelecimento de controle de qualidade para os produtos a serem entregues, padrões de conduta e modalidades de entrega e armazenamento de produtos. Sendo este conjunto de normas o alicerce do que viria a ser o mercado de bolsa de mercadorias, como conhecemos hoje.

Com o desenvolvimento dos primeiros Estados nacionais na Europa ocidental, a melhoria nas formas de comunicação e com o crescimento das cidades, da população e da produção agrícola e de manufaturas, criou-se a necessidade de uma especialização

¹ A *Lex mercatoria* foi um sistema jurídico desenvolvido pelos comerciantes da Europa medieval e que se aplicou aos comerciantes e marinheiros de todos os países do mundo até o século XVII. Não era imposta por uma autoridade central, mas evoluiu a partir do uso e do costume, à medida que os próprios mercadores criavam princípios e regras para regular suas transações. Este conjunto de regras era comum aos comerciantes europeus, com algumas diferenças locais. Sendo que o direito comercial internacional moderno deve alguns de seus princípios fundamentais a *Lex mercatoria* desenvolvida na Idade Média, como a escolha de instituições e procedimentos arbitrais, de árbitros e da lei aplicável e o seu objetivo de refletir os costumes, uso e boa prática entre as partes. Muitos dos princípios e regras da *Lex mercatoria* foram incorporados aos códigos comerciais e civis a partir do início do século XIX (In: Black's Law Dictionary, Pocket edition, West Group, 1996, verbete "Law merchant").

crescente nas formas de comercialização, fazendo com que as feiras livres se tornassem cada vez mais eficientes nos seus processos de obtenção de mercadorias e distribuição, especializando-se em determinados produtos e passando a ter uma estrutura própria, com locais bem definidos, e com agentes responsáveis por defender os interesses dos seus participantes. Esses produtos, que eram normalmente negociados em praças ao ar livre, onde os comerciantes se reuniam, passaram a ser transacionados em feiras bem organizadas e com datas definidas que eram regulamentadas por um grupo que representava os interesses das partes envolvidas em todas as negociações, proporcionando maior segurança a todo o sistema.

Estas transformações econômicas pelas quais a Europa ocidental passava nestes primeiros anos do sec. XVIII, também podiam ser percebidas nas regiões mais desenvolvidas do oriente, principalmente no Japão (TEIXEIRA, 1992: 7), que também passava por um processo semelhante de intensificação nas negociações de seus produtos agrícolas, sobretudo na comercialização do arroz, base da alimentação e da agricultura local. A evolução no volume e nos processos de negociação deste produto levou os agentes envolvidos em seus diferentes mercados a fixar locais e normas mais adequados aos seus negócios. Foi, então, criada no Japão no ano de 1730 a primeira bolsa organizada de mercadoria agrícola que se tem registros: o mercado de arroz de Dojima; onde eram negociados os contratos/recibos de *arroz escritural*, que envolviam uma padronização das características das operações, especificando data e forma de pagamento, prazo, quantidade e qualidade do produto para entrega futura, sendo estes recibos amplamente negociados e aceitos como instrumento de troca e moeda corrente. Outros mercados também foram desenvolvidos neste período, como os de óleos comestíveis, algodão e metais preciosos, mas todos com um volume reduzido de negócios quando comparados ao “contrato de arroz escritural”.

É importante salientar que os mercados para entrega de produtos agrícolas com padronização de qualidade e preços definidos de acordo com os agentes envolvidos em sua negociação (*commodities*) já existiam em algumas partes da Europa desde meados do sec. XVI (Antuérpia/Bélgica) e sec. XVII (Amsterdã/Holanda), mas todos com contratos para negócios com liquidação à vista (contratos à vista). Assim, os primeiros registros que se tem na Europa de mercados com contratos para entrega futura de mercadorias agrícolas (contratos futuros) foram obtidos somente no final do sec. XVIII,

na cidade de Liverpool/Inglaterra, em 1878, e depois na cidade de Havre/França, em 1882 (MARQUES, 2008: 199). O formato dos contratos que eram negociados neste período em Liverpool permaneceu por muitos anos em negociação e constituiu-se em um dos principais passos em direção do modelo atual de negociação futura, pois sendo contratos denominados como *to arrive*, ou, “a serem entregues”, estes formaram a base dos primeiros contratos para entrega futura de mercadorias – agrícolas ou não – que hoje conhecemos: os contratos “*a termo*”; que são contratos onde comprador e o produtor/fornecedor assumem um compromisso formal, que não ser suspenso (a não ser que de comum acordo), do primeiro receber e o segundo entregar em um dado local, determinada quantidade de mercadoria, definida em sua forma e qualidade, em uma data futura a um preço previamente combinado.

Desta forma, foi em fins do sec. XVIII e início do sec. XIX que os negócios realizados em ambientes próprios para negociação de títulos (bolsa de valores) e/ou contratos para entrega à vista e/ou futura de mercadorias (bolsa de mercadorias) se difundiram pelo mundo. Principalmente pelas exigências de crédito público que se expandiram neste período e que obrigaram os banqueiros a fracionar os empréstimos em títulos de participação, difundindo as sociedades por ações e as bolsas de valores como instrumentos de oferta e procura de capitais. Na França, Napoleão I (1769-1821) fixou a bolsa de Paris no prédio em que esta se encontra até os dias de hoje, e onde se estabeleceu o primeiro formato de pregão organizado, a *corbeille*, um espaço circular onde os corretores apregoavam os negócios a viva-voz e que funcionou em quase todo o mundo até meados da década de 1960 (no Brasil, este sistema só foi substituído em agosto de 1967).

Nos Estados Unidos da América (EUA), mesmo antes de sua independência, já existiam em 1752 na cidade de Nova York e em outras grandes cidades da época, mercados desenvolvidos para a negociação de produtos e mercadorias locais, mas estes ainda voltados para as operações com liquidação à vista. Sendo que, em 1792, apenas 16 anos após a declaração de independência dos EUA, foi fundada aquela que é, até hoje, a mais importante bolsa de valores da economia mundial, a Bolsa de Valores de Nova York (New York Stock Exchange - NYSE). Contudo, um espaço para os negócios futuros com mercadorias, mas ainda com sua entrega física, só teria seu marco inicial, neste país, em 1848, quando um grupo de 82 mercadores fundou na cidade de Chicago uma

bolsa para negociar contratos tanto para entrega à vista quanto para entrega futura de mercadorias agrícolas, a “*Chicago Board of Trade*” - CBOT, que permanece, até os dias atuais, como a bolsa mais importante em termos de negociação de commodities agropecuária no mundo (MARQUES, 2008: 215), mas que nos seus primeiros anos negociava um volume insignificante de contratos futuros. Apesar do Grande Incêndio de Chicago em 1871 (TEIXEIRA, 1992: 8), quando todos os registros foram destruídos, assume-se que os contratos futuros negociados naquela bolsa datam de meados da década de 1860, provavelmente 1865.

Desta forma, podemos notar que a constituição e o desenvolvimento das bolsas, sejam de “valores” - com títulos de participação (ações) - ou de “mercadorias e futuros” - com contratos futuros, se deu devido à necessidade de expansão e especialização do crédito e da comercialização das mais diferentes mercadorias e produtos, agrícolas ou não, onde os comerciantes - ou corretores, como são hoje denominados - possuíam a informação necessária para a compra e a venda destes produtos, sendo de seu interesse a organização do mercado e das bolsas, onde formando um mercado organizado proporcionavam muito mais controle e credibilidade para os seus negócios.

1.2) A estruturação do mercado financeiro e as origens das bolsas no Brasil.

O primeiro registro que se tem da constituição de uma bolsa em nosso país, tanto para negociação de títulos quanto de mercadorias, data de meados do sec. XIX, e faz referência ao mesmo processo de constituição das primeiras bolsas na Europa e nos EUA, ou seja, o da estruturação de um sistema financeiro com a participação de mercados constituídos em forma de bolsas para negociação de moedas, mercadorias, metais preciosos e títulos de participação relativos ao fracionamento dos créditos públicos às empresas, e se refere ao decreto nº 417 de 1845, que reconhecia – para fins de “*arrecadação do Imposto sobre*” – a profissão de corretor e determinava a cotação de títulos em pregão público. Contudo, a nossa primeira bolsa de valores só foi regulamentada em 4 de março de 1876, pela Lei nº 6.132, que em seu art. 1º determinava a fixação de um “*lugar especial, nos edifícios destinados para praças do comércio*”, onde se reuniriam os corretores e, no ano seguinte, pelo Decreto nº 6.635, de

26 de julho de 1877, que “*Atendendo ao que representou a Junta dos Corretores da Praça do Rio de Janeiro*” passou a dar condições para realização dos negócios na então Capital do Império. Sendo a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) fixada neste período como a “*Bolsa de Fundos Públicos do Rio de Janeiro*” no edifício da Associação Comercial, na Rua Direita (atual Rua 1º de Março), próximo ao Paço Imperial, estabelecendo-se o seu pregão em um formato de anel (*corbeille*), onde a entrada era unicamente permitida aos corretores, e onde se realizariam todas as operações de fundos públicos.

Desta forma, é a partir da segunda metade do sec. XIX que teremos no Brasil as primeiras tentativas de se estruturar um sistema financeiro com regulamentação e supervisão do poder público, que fosse capaz de oferecer recursos para financiar a industrialização e a expansão do comércio. Tomando por base a estrutura financeira montada na Inglaterra, a partir do final sec. XVII, com um banco público que atuava como emissor de moeda e financiador de primeira ordem, no nosso caso, o Banco do Brasil (fundado novamente² em 1853) e com estímulos públicos a constituição de bancos comerciais, especializados nos mais diferentes tipos de créditos, e bolsas de valores, a Coroa Brasileira buscou dar maior representatividade institucional aos agentes financeiros, que, até então, atuavam de forma pessoal como banqueiros ou corretores individuais autônomos ou em associações comerciais. Neste contexto, a profissão de corretor, que estava presente desde a época colonial em nosso país, foi reconhecida oficialmente em 1845, a partir do momento em que o Estado começou a ter interesse em organizar os negócios com títulos de valores (públicos e privados) e mercadorias em pregão público, como parte de uma política de desenvolvimento que se queria implementar nestes primeiros anos após a emancipação política.

² O primeiro Banco do Brasil foi criado por alvará de D. João VI em 12 de outubro de 1808, ou seja, logo após a chegada da família real portuguesa ao Brasil, na Rua Direita (atual Rua 1º de Março), no Rio de Janeiro, num conjunto de ações que visavam à criação de indústrias manufatureiras no Brasil, incluindo isenções de impostos para importação de matérias-primas e de exportação de produtos industrializados. Funcionando como uma espécie de banco central misto, foi o quarto banco emissor do mundo, depois do Banco da Suécia (1668), Banco da Inglaterra (1694) e Banco da França (1800). Esse primeiro banco foi liquidado em 1829, e o segundo banco (o atual) só seria fundado em 1853. (Portal do Banco do Brasil na internet: www.bb.com.br/portalbb)

Com a expansão da economia mundial experimentada a partir do sec. XIX e início do sec. XX, marcada pelo processo de industrialização que se espalhava e se intensificava, sobretudo, pelas antigas colônias das Américas, entre elas o Brasil, e pelo progresso nos meios de transportes e nas comunicações, iniciou-se em nosso país a estruturação de um sistema financeiro que tivesse capacidade de atuar de forma completa, captando e reunindo os recursos da sociedade, para então disponibilizá-los, na forma de uma poupança nacional, para os agentes produtores através de instituições financeiras (bancos) e agentes financeiros (bolsas).

Este processo de estruturação da economia nacional exigiu a reorganização dos agentes financeiros existentes de forma que estes dessem possibilidade de continuidade ao processo de desenvolvimento, e teve na figura do agente público seu maior incentivador. Assim, estabeleceu-se primeiramente, com o Decreto n° 417 de 14/06/1845, em seu art. 1º, que “*os corretores são agentes intermediários para comprar e vender por seus comitentes, mercadoria, navios, fundos públicos, e outros efeitos e obrigações, letras de cambio, bilhetes á ordem, e quaisquer papeis comerciais, fazer negociações por descontos, seguros, contratos em grosso, fretamentos, empréstimos sobre penhores, ou de outro qualquer modo*”, e que estes – art. 2º – seriam nomeados na Corte pelo Tribunal do Tesouro, e nas Províncias pelas Tesourarias, ouvido o corpo do comércio local. Com isso, caberia ao Poder Executivo, com a anuência dos representantes comerciais locais, expedir as regulamentações à investidura e ao exercício dos corretores e suas respectivas operações, como forma de tentar organizar o mercado de valores e títulos que se expandia de forma acelerada na então capital do Império, principalmente pela ação dos chamados “zangões” – profissionais que agiam como corretores independentes e sobre os quais não havia qualquer regulamentação; e que se constituíam, neste momento, como os principais agentes financeiros.

Em todas as principais *províncias* podiam-se registrar esta expansão nas atividades financeiras, com a constituição de novos bancos comerciais³, e a intensificação nos negócios com moedas, títulos de valores, mercadorias e metais preciosos, em praças de comércio que, como veremos mais adiante, em muitos casos, viriam a se transformar em

³ Em novembro de 1845 é aprovado pelo Decreto n° 438 (de 13 de Novembro de 1845) o estatuto do Banco Comercial da Província da Bahia.

bolsas de valores e/ou mercadorias, mas que, neste primeiro momento, estavam funcionando a partir da ação desordenada dos corretores que se deslocavam de praça em praça à procura de compradores ou de vendedores de mercadorias, moedas, metais nobres e, mesmo, do insignificante número de ações que até então existiam⁴.

São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul, Bahia, Pernambuco, Ceará e Maranhão, são estados que desde sua época como províncias⁵, já se apresentavam com significativa participação nos negócios nacionais, tanto por seu potencial comercial, por serem importantes portos marítimos ou entrepostos para distribuição de mercadorias para o interior do país, quanto por sua atuação na produção agrícola, seja para o abastecimento interno (gêneros agrícolas diversos e algodão), seja para a exportação (com importante destaque, neste período, para o café), como por suas iniciativas nas, ainda incipientes, atividades industriais. Nestas últimas, com destaque especial, inicialmente, para as pequenas manufaturas da Capital e a indústria têxtil que se desenvolvia em Minas e nas regiões produtoras de algodão (Bahia, Pernambuco e Maranhão) e, posteriormente, a capital da província de São Paulo, que já se apresentava com iniciativas industriais, que viriam a se consolidar após 1880.

Mas, era na cidade do Rio de Janeiro, onde se encontrava a Corte (sendo, portanto, a capital do Império e um “município neutro”) e o maior porto exportador do país, que se concentrava a maior parte das atividades econômicas, das movimentações financeiras e o maior afluxo dos negócios internacionais – incluídos aí os da província de São Paulo; cabendo as províncias da Bahia, Minas Gerais, Ceará, Pernambuco, Rio Grande do Sul e Maranhão o papel de centros regionais de comércio e desenvolvimento, e onde se estabeleceriam os corretores que fossem necessários para a promoção dos negócios.

⁴ Pois, somente a partir de 1850, com a promulgação do “*Código Comercial do Império do Brasil*” – Lei do Império nº 556 de 25/06/1850 – estes títulos passaram a circular e a serem negociados com maior intensidade nas praças comerciais do país.

⁵ Art. 1º do Decreto nº 6.384, de 30 de novembro de 1876, “*Organiza as Juntas e Inspetorias Comerciais e regula o exercício das respectivas funções*”: Haverá Juntas Comerciais na capital do Império (Art. 2º; § 1º: O da capital do Império compreenderá o Município Neutro e as Províncias do Espírito Santo, Rio de Janeiro, S. Paulo, Paraná, Minas Gerais, Goiás e Mato Grosso) e nas cidades de Belém, S. Luiz, Fortaleza, Recife, S. Salvador e Porto Alegre.

Assim, buscando simplificar a abertura e a constituição de novas empresas sob o regime de sociedades anônimas e, com isso, estimular e ampliar os negócios com ações e com os demais títulos de participação, o governo imperial promoveu, no ano de 1849, duas importantes intervenções na legislação relativa ao desenvolvimento das atividades financeiras no país: a primeira, em 10 de janeiro, com o decreto n° 575, que estabelecia novas regras para a incorporação de quaisquer sociedades sob o regime de sociedade anônima, onde se definia (Art. 2°) que “*as pessoas que quiserem fundar uma Sociedade anônima dirigirão sua petição, na Corte ao Ministro competente, e nas Províncias aos respectivos Presidentes*”, e, com isso, eliminando a obrigatoriedade, que se tinha até então, da promulgação de leis especiais do governo para a criação de quaisquer sociedades anônimas. Contudo, mantinha-se ainda a necessidade de obter a autorização do Governo e a aprovação do contrato de constituição ou contrato social, junto ao agente público responsável pelas finanças. A segunda ocorreu em 10 de novembro, com o Decreto n° 648, onde é feito um novo esforço, só que mais detalhado, de se regulamentar a atuação dos corretores e, também, de se restringir o acesso a tal ofício, e no qual se “*Manda executar o Regulamento sobre Corretores*”, para se delimitar de forma clara quem pode exercer tal atividade (em seus art.s 1° e 2°) e quem não pode ser corretor (em seu art. 3°).

É a partir do Decreto n° 648, que se estabelece a diferenciação entre os mercados existentes, com a constituição de três classes diferentes de corretores, que se instalariam primeiramente na bolsa da Corte (Art. 6°), a saber: 1ª de fundos públicos, que seriam responsáveis pelas funções de (Art. 23) “*Compra, venda, e transferências de quaisquer fundos públicos nacionais ou estrangeiros. Negociações de letras de cambio e de quaisquer empréstimos comerciais. Compra e venda de metais preciosos*”; 2ª de navios, responsáveis pelas funções de (Art. 29) “*A compra e venda dos navios. Os fretamentos e a cotação dos seus preços. A agência dos seguros de navios e seus carregamentos. Servirem de interpretes dos Capitães dos navios perante as Autoridades. A tradução dos manifestos e documentos que os Mestres de embarcações estrangeiras tiverem de apresentar nas Alfândegas do Império*”; e 3ª de mercadorias, responsáveis pela (Art. 28) “*compra e venda de quaisquer gêneros e mercadorias, e a cotação dos seus preços*”.

Limitando-se, na Corte, em 10 (dez) o número dos da 1ª classe e deixando livre o das outras duas classes, que se estabeleceriam de acordo com as necessidades das praças comerciais e de cada província. Além disso, para se exercer a função de corretor, definida como vitalícia (art. 17º), em cada uma das classes acima, era necessário o cumprimento de exigências pecuniárias, como depósito de garantias (caução ou fiança) e o pagamento de taxas operacionais e tributos, sendo que o não cumprimento destas exigências ou a sua falta por um período de 3 (três) meses consecutivos, seria motivo para demissão (art. 14º), ou seja, a perda do cargo e, com isso, a impossibilidade de nova investidura (de acordo com item 4º do art. 3º).

O Código Comercial do Império, Lei nº 556, de 25 de junho de 1850, foi promulgado, em seguida, para funcionar como um instrumento de regulamentação das atividades comerciais e empresariais que se expandiam por todo o país, e onde se definia, de forma mais clara e detalhada, como se constituiriam as “*Companhias de Comércio ou Sociedades Anônimas*” (em seu Título XV, Capítulo II), e, a partir desta legislação mais aplicada, ampliar e estimular ainda mais a criação de novas empresas que oferecessem o seu capital para ser negociado na forma de ações, aumentando a negociação de títulos privados emitidos pelas “*companhias ou sociedades anônimas*” (Art. 295), uma vez que a grande maioria dos títulos negociados, até então, eram públicos, emitidos pela Coroa ou pelos governos das Províncias, ou títulos e notas comerciais.

Ainda dentro deste processo de regulamentação e estímulos ao desenvolvimento das atividades financeiras, promovido pela Coroa brasileira, temos o decreto nº 806, de 26 de Julho de 1851, que estabelece o “*Regimento para os Corretores da Praça do Comércio do Rio de Janeiro*”, que deu origem a junta dos corretores da capital, e os decretos nº 807, de 27 de Julho de 1851, e nº 808, de 28 de Julho de 1851, que entenderam, respectivamente, para as praças do “*Comércio da Província da Bahia*” e de Pernambuco o regimento aplicado aos corretores da Praça do Rio de Janeiro, observadas apenas algumas alterações relativas ao número de corretores e ao valor das garantias. A partir daí iniciou-se todo um processo de propagação das bolsas pelo país, começando com a criação das “*Juntas dos Corretores*” pelas províncias, que funcionavam como

locais para a realização dos negócios⁶, em horários definidos e com pregões públicos, corretores registrados e contratos formais, e que se constituíram no embrião das Bolsas de Valores e de Mercadorias em nosso país.

1.3) O Mercado de Bolsa no Brasil: a Bolsa de Mercadorias.

Estes primeiros esforços de regulamentação e organização do mercado financeiro nacional e, por consequência, do mercado de bolsa – que por definição é segmento no qual as empresas podem buscar recursos para se financiarem, principalmente, à longo prazo, fora do financiamento bancário – não provocaram modificações de imediato nas formas como as transações financeiras eram realizadas, mas se constituíram num marco na forma como a sociedade e os próprios agentes envolvidos nestas atividades financeiras passaram a vê-las, uma vez que ao não mais serem permitidos a sua realização no meio de rua, a céu aberto, a qualquer hora e por qualquer agente que se oferecesse, passaram a se revestir de maior confiabilidade e credibilidade, possuindo não só uma legislação própria, mas locais, agentes (corretores) e regras de negociação próprias, que definiam desde quem poderia realizar as negociações, em que locais, horários e formas de divulgação (publicação) dos resultados, até quais as punições e multas seriam aplicadas no caso do não cumprimento de qualquer uma de suas regras.

O período que se inicia, portanto, a partir da segunda metade do sec. XIX no Brasil assinala importantes transformações econômicas, que podem ser identificadas pela expansão das forças produtivas observadas no “*decênio posterior a 1850*” onde “*fundam-se no curso dele 62 empresas industriais, 14 bancos, 3 caixas econômicas, 20 companhias de navegação a vapor, 23 de seguros, 4 de colonização, 8 de mineração, 3 de transporte urbano, 2 de gás, e finalmente 8 estradas de ferro*”, que mesmo sendo, em alguns casos, empreendimentos estimulados “*pela súbita libertação dos capitais dantes invertidos no tráfico africano*” bem como pela expansão “*de crédito e emissões de papel-moeda que então se verificam*” (PRADO JUNIOR, 1990: 192) constituiriam o

⁶ Art. 42. A casa da Praça do Comércio é o único lugar competente para a reunião dos Corretores. (Decreto n° 806, de 26 de Julho de 1851)

combustível para o início e a expansão das atividades financeiras no país, servindo de motor para expansão das forças produtivas e dos negócios em bolsa.

Contudo, é importante assinalar que este primeiro período de expansão da economia nacional é marcado não só pela redefinição das forças produtivas e financeiras, como também por grandes eventos políticos, que apesar de não ser o foco do nosso trabalho, contribuíram de maneira significativa para as transformações econômicas que analisamos. Este é o caso, principalmente, da “Guerra do Paraguai” (1865/1870) que não só exigiu um grande esforço de concentração de capital por parte do setor público, levando-o a um forte endividamento, tanto interno, observado pelas emissões vultosas de moeda (papel inconvertível), quanto externo, devido à contratação de grandes empréstimos, como também mobilizou as forças produtivas do país, dos capitais da agricultura a nascente indústria. “*Mas apesar disto, o progresso material do Brasil, já bem lançado antes do conflito, e embora atenuado no seu curso, retoma logo depois um ritmo ascensional rápido e seguro*” (PRADO JUNIOR, 1990: 194), e neste processo de retomada do crescimento das atividades econômicas no pós-guerra que temos o aumento da criação e abertura de novas empresas (muitas no formato de Sociedades Anônimas) e o início do período de maior expansão dos negócios com títulos financeiros realizados em bolsa e a sua difusão pelo país.

Do período que vai de novembro de 1876, marco da regulamentação das bolsas, através da organização das juntas comerciais (que dá origem a BVRJ), até novembro de 1889, passando pela Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882, que institui o regulamento para o estabelecimento de companhias e sociedades anônimas, que, em seu Art. 1º, elimina a obrigatoriedade de autorização do Governo para as companhias ou sociedade anônimas se estabelecerem, e o Decreto Lei nº 3.403, de 24 de novembro de 1888, que permite às sociedades anônimas emitirem bilhetes ao portador à vista e convertíveis em moeda corrente, temos os últimos anos do Império, que foram marcados pela forte expansão das transações com títulos financeiros emitidos por empresas e bancos (estes ainda dependentes de autorização para o seu estabelecimento), estimulados tanto pela oferta de crédito abundante oriundo das iniciativas do setor público na construção da infraestrutura do país, quanto pelas iniciativas de rolagem da dívida pública, que eram garantidas até então pelo “*afluxo constante de capitais vindos de fora*” (PRADO JUNIOR, 1990: 200), fruto quase que unicamente das exportações de café, que

representavam mais de 60% de todas as exportações⁷ do país. Sendo este um período marcado por uma permanente instabilidade financeira, com momentos de contração e expansão do meio circulante, do crédito e das atividades financeiras, e por uma “*crise crônica de mão de obra que punha o país constantemente na eminência do colapso do seu sistema produtivo*” (PRADO JUNIOR, 1990: 201), apresentando um caráter acentuadamente especulativo e sem margem para previsões medianamente seguras.

Foi neste contexto de expansão marcado por instabilidades político-econômico-financeiras que se desenvolveram as bolsas no país, inicialmente como mercados onde se negociavam praticamente tudo, de moedas a navios e mercadorias agrícolas, organizados em “praças” de comércio espalhadas pelas principais cidades do país, passando pelas bolsas de fundos públicos, que funcionavam e eram organizadas a partir das “*juntas*” de corretores, mas que eram autorizadas e regulamentadas pelo poder público, as quais se transformaram nas bolsas de valores do final do sec. XIX e início do sec. XX, constituídas como entidades públicas com ingerência dos governos estaduais em suas administrações. Sendo um dos marcos deste processo de transformação, a fundação, em 23 de agosto de 1890, na cidade São Paulo, da Bolsa Livre (a primeira a funcionar fora da Capital Federal), como uma associação que vendia e comprava, por meio do pregão, títulos de companhias e bancos e café, a partir da iniciativa do corretor independente Emílio Rangel Pestana, mas que, no entanto, não suportou a crise especulativa do “encilhamento” (1890/1891)⁸, encerrando suas operações em 1891.

Desta forma, continuava o movimento de expansão da economia brasileira, sendo, neste momento, estimulado pelo recém proclamado Governo da República dos Estados

⁷ Segundo o Anuário Estatístico 1939/1940 do IBGE, o Brasil passou de exportações de café no valor 24,3 milhões de libras, no período que se inicia a partir de 1841, para um valor de 124 milhões de libras, no final da década de 1890.

⁸ Política de estímulo a economia realizada através de emissões bancárias com base nos títulos da dívida pública (inspirada no modelo de endividamento norte-americano), que foi proposta pelo então Ministro de Estado dos Negócios da Fazenda, Rui Barbosa (15/11/1889-17/01/1891), sendo promovida pela lei bancária de 17 de janeiro de 1890, e que resultou numa forte especulação em bolsa a partir do movimento de lançamento de novas e “*inúmeras companhias, viáveis ou não, ... formadas a partir das facilidades de crédito e do entusiasmo na bolsa de valores*” (ABREU... [et al], 1990: 24) que só encontraria o seu desfecho a partir das crises políticas de 1893 e das reformas econômicas promovidas pelo Ministro da Fazenda Rodrigues Alves (15/11/1894-20/11/1896) em 1895.

Unidos do Brasil, que criava em janeiro de 1891 uma nova região bancária e um novo banco emissor para São Paulo, no rastro do crescimento econômico gerado pela expansão do café, que fomentou a criação de diversas empresas para suprir as demandas de contratação de mão-de-obra, transporte de mercadorias e comunicação com o porto de Santos. E, em julho deste mesmo ano, com o decreto nº 434, consolidava as disposições legislativas e regulamentares sobre as sociedades anônimas, onde, em seu Art. 1º, as distinguia das outras espécies de sociedades pela divisão do seu capital em ações e pela responsabilidade limitada dos seus acionistas, dando a estas a possibilidade de continuarem, de acordo com seu Art. 41, a contrair empréstimos em dinheiro, dentro ou fora do país, emitindo para esse fim obrigações (debêntures) ao portador. Somado a estas medidas, em meados de 1892, dá autorização para a emissão de bônus bancários que tinham por objetivo estimular o desenvolvimento das atividades industriais “*tidas como viáveis*”, na campanha que ficou conhecida como “*auxílio à indústria*” (ABREU... [et al], 1990: 24), promovendo, com isso, ainda mais os negócios com títulos públicos, ações e obrigações conversíveis, que se disseminaram entre todas as “praças” e agentes financeiros do país.

Assim, dentro deste esforço de regulamentação promovido pelos agentes públicos neste período, tivemos, em dezembro de 1894, a aprovação da tabela de corretagem pelo governo do estado de São Paulo, que fundou, no ano seguinte, a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, que, em conjunto com a iniciativa da Bolsa Livre, representariam o início da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Em seguida, por ato do Governo da República, são feitas a reorganização da corporação dos corretores de fundos públicos do Distrito Federal (na cidade do Rio de Janeiro) e a regularização das operações por eles realizadas em Bolsa, com o decreto nº 354, de 16 de dezembro de 1895, no qual se mantinha as atribuições já conferidas aos corretores desde o regulamento de 1849, mas passava-se a admitir a liquidação destas operações pelo pagamento, ou recebimento, da diferença entre o preço de abertura e de fechamento do negócio, com exceção apenas para as operações realizadas com letras de câmbio ou com moedas *em espécie*, o que conferiu ao mercado de bolsa uma mobilidade ainda maior.

São também regulamentadas, neste decreto, duas outras importantes práticas realizadas nos mercados de bolsa do país, e que já eram consagradas nos principais mercados da

Inglaterra e dos EUA: a realização de operações a prazo (com exceção das operações com letras de câmbio), que foram as precursoras dos contratos a termo e futuros; e a possibilidade de se realizar, nestas operações, a liquidação antes da época fixada para a sua execução, ou seja, a realização da liquidação antecipada da transação (exceto para as operações com letras de câmbio ou com moedas *em espécie* – câmbio) desde que, para isso, fosse acertado um desconto relativo a antecipação do prazo entre as partes, ou seja, fosse acertado um “*prêmio de indenização pela rescisão do contrato*” (Art. 103) com base no valor do contrato e no tempo não decorrido.

Em março de 1897 foi aprovado o regulamento dos corretores de fundos públicos da *Praça da Capital Federal*, pelo decreto nº 2.475, no qual se mantinha a definição do cargo de corretor de fundos públicos, como o dos intermediários financeiros que possuem a “*exclusiva competência*” (Art. 29) de realizar a negociação dos títulos emitidos pelos agentes públicos, pelas companhias privadas de sociedade anônimas nacionais ou estrangeiras, de notas comerciais representativas de obrigações e de moedas (câmbio) e metais preciosos⁹ – sendo este cargo identificado como um ofício público (no qual sua nomeação e demissão se davam pelo Presidente da República, por decreto expedido pelo Ministro da Fazenda) – mas que, a partir deste momento, passava a estabelecer uma divisão entre o ofício destes corretores com o dos demais corretores de mercadorias e de navios, os quais passariam a ter a sua regulamentação, a sua “Junta” e os seus locais de negociação (bolsas) em separado.

(...) Art. 76. A Bolsa é o lugar, no salão da praça do comércio, destinado às operações de compra e venda de títulos públicos, de ações de bancos e companhias, de valores comerciais e de metais preciosos.

(...)

Art. 77. Só aos corretores de fundos é permitido o acesso dentro da balaustrada da Bolsa.¹⁰

⁹ Como expresso nos: Art. 23 do Decreto nº 648, de 10 de novembro de 1849; Art. 25 do Decreto nº 806, de 26 de julho de 1851; Art. 3º do Decreto nº 354, de 16 de Dezembro de 1895 e Art. 29 do Decreto nº 2.475, de 13 de março de 1897.

¹⁰ Decreto nº 2.475, de 13 de março de 1897 (Coleção de Leis do Brasil - 1897, Página 227 Vol. 1 pt.II).

Temos, a partir daí, o início do processo de separação dos mercados e a especialização dos corretores, tendo as Bolsas de Fundos Públicos, para a realização dos negócios com títulos públicos e privados, sejam de dívida, comerciais ou patrimoniais, e valores financeiros – as quais se transformarão nas Bolsas de Valores, onde atualmente só são negociados títulos relativos à participação no capital e nos resultados das empresas de sociedade anônima – e as Bolsas de Mercadorias, onde se realizam as transações com os demais ativos financeiros não *amoedados*¹¹ e mercadorias, agropecuárias ou não (as *commodities*), sendo possível, em qualquer uma destas bolsas, se realizarem negócios à vista ou a prazo (futuro).

Através de dois atos distintos, Decretos nº 8.248 e 8.249, foram regulamentados no mesmo dia (22 de Setembro de 1910), a função dos corretores de mercadorias, assim como a sua “Junta de Corretores”, e o “*Regulamento da Bolsa de corretores (mercadorias e navios)*”. O ofício de corretor de mercadorias se mantinha como de caráter público e sob a supervisão da Junta dos Corretores, que passou a ter, entre outras atribuições, a de organizar e dirigir diretamente as atividades dos corretores e o regulamento interno da Bolsa de mercadorias, estabelecendo inclusive o seu horário de trabalho, sendo que, a partir deste momento, estavam subordinados ao recém criado Ministério dos Negócios da Agricultura, Indústria e Comércio¹² e não mais ao Ministério da Fazenda.

Mas, foi ao se estabelecer as atribuições da nova “Junta” que se definiram alguns dos critérios mais importantes para a realização de negócios com mercadorias em bolsa (e que são válidos até hoje), pois a partir destas novas regulamentações estas transações passaram a exigir uma uniformidade e padronizações que davam mais garantias a todos os envolvidos, foram elas: a determinação e designação dos tipos e unidades das mercadorias que deveriam ser negociadas na Bolsa; a realização da organização de tipos oficiais dos diversos produtos da lavoura e da indústria, dos diversos Estados do Brasil, que fossem susceptíveis de exportação; a apresentação aos corretores dos modelos para contratos, memorandos, notas de preços correntes e mais as formulas necessárias á

¹¹ Metais preciosos em barras ou na forma em que não representem moedas circulantes.

¹² Através do Decreto nº 1.606, de 29 de dezembro de 1906 (Cria uma Secretaria de Estado com a denominação de Ministério dos Negócios da Agricultura, Indústria e Comércio).

uniformidade do serviço oficial, com a organização da tabela oficial das margens iniciais que deveriam ser depositadas para garantia das operações a prazo; e o fornecimento dos atestados de qualidade e classificação de qualquer espécie de mercadoria que fosse negociada em Bolsa.

Com estas regulamentações, a bolsa de mercadorias separava-se definitivamente da bolsa de fundos públicos (as quais, deram origem as atuais bolsa de valores), passando a ter sua sede funcionando em local designado, ou autorizado, pelo Ministério da Agricultura, Indústria e Comércio, e onde o ingresso somente seria permitido aos corretores de mercadorias, sem, é claro, prejuízo ao espaço reservado ao público, como mais uma das formas de se garantir a publicidade dos negócios, além da divulgação periódica do boletim com as operações que foram realizadas e a fixação, em local de fácil visualização, do quadro com todos os negócios em andamento.

Deste momento em diante, para que as negociações em Bolsa se realizassem era preciso que a Junta dos Corretores determinasse previamente a designação das mercadorias, fixando o nome pelo qual estas seriam apregoadas e registradas, os tipos que constituíam as diferenciações das qualidades e a quantidade que formava a unidade do contrato, entendendo-se por lote o múltiplo desta unidade, sendo assim, a instituição responsável por definir as regras que definiriam de que formas as transações se desenvolveriam. Contudo, ainda era possível a realização de operações com mercadorias cuja designação não tivesse sido fixada anteriormente pela Junta dos Corretores, desde que, antes de iniciados os trabalhos, fosse feito um pedido ao síndico por um corretor para a sua inscrição, e, portanto, o seu reconhecimento.

Desta forma, os corretores de mercadoria passavam a exercer nestas novas bolsas as seguintes funções:

(...) a) a compra e venda de quaisquer mercadorias e a cotação de seus preços; b) a compra e venda de mercadorias na Bolsa de Corretores de Mercadorias; c) a classificação e valorização das mercadorias para sobre elas serem emitidos em warrants ou bilhetes de mercadorias, passando os atestados necessários; e d) efetuar vistorias em mercadorias, dando os respectivos

laudos, quer por autorização judicial ou particular, quer por designação do síndico¹³ da Junta dos Corretores.¹⁴

Os quais ainda eram obrigados a fornecer garantias (cauções) relativas aos compromissos e obrigações por eles assumidos no desempenho de suas funções, bem como, para se garantir a liquidação das operações a prazo (contratos a termo e futuros), lhes foi concedido a autorização para solicitarem aos seus clientes o depósito de um valor relativo à mercadoria transacionada nos contratos, constituindo uma *margem* de garantia (prática, até hoje, presente na metodologia de negociação de contratos futuros).

Constituindo-se em um mercado a parte, as bolsas de mercadorias se proliferaram pelas diferentes regiões do país, vinculadas as cidades onde se concentram os pólos produtores, distribuidores e ou financeiros das mercadorias negociadas. Não, por acaso, foi em São Paulo o registro da constituição das primeiras bolsas de mercadorias do país, uma vez que este estado concentrava a grande maioria dos produtores e comerciantes de café, além de seu principal porto exportador, o porto de Santos: a Bolsa do Café em Santos, que foi instituída oficialmente em 1914, pelo decreto estadual nº 1.416, mas que só foi instalada de fato em 1917, mesmo ano em que foi constituída, na cidade de São Paulo, a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), que é considerada como a “*primeira bolsa de commodities agrícolas do Brasil*” (TEIXEIRA, 1992: 10).

Na ocasião, a bolsa estava voltada fundamentalmente ao incentivo à produção, comercialização de bens, classificação de produtos. No ano seguinte, a BMSP iniciou operações com futuros de algodão, conhecido como “ouro branco”, que rapidamente se tornou sua principal atividade.¹⁵

¹³ Por síndico entende-se o corretor que foi eleito pelos demais para ser o gestor da Junta e o seu representante junto às autoridades públicas.

¹⁴ Art. 22 do Decreto nº 8.248, de 22 de Setembro de 1910 (Diário Oficial da União - Seção 1 - 24/09/1910, Página 7707).

¹⁵ TEIXEIRA, Marco Aurélio. Mercados futuros: fundamentos e características operacionais. São Paulo. BM&F, 1992: pag. 10.

As fortes conturbações políticas que ocorreram neste período, principalmente devido a 1ª Grande Guerra (1914 a 1918) e nos primeiros dois anos que a precederam, e a grande instabilidade econômica, marcada por períodos de recessão – a partir de 1900 com o escasseamento do crédito internacional, promovido pelo forte endividamento público do país e a crise financeira internacional de 1907, a queda nos preços da borracha após 1910 e a redução do preço internacional do café em 1913 – seguido de um período de arrocho monetário e euforia – com o início do ciclo da borracha, o fortalecimento dos seus preços até 1910, a reforma monetária de 1906¹⁶ e a retomada dos investimentos europeus a partir de 1918 – constituíram-se em palco privilegiado para os debates econômicos em torno da necessidade de reformas monetárias, principal combustível para a expansão dos negócios com títulos privados, fossem estes comerciais ou de valores mobiliários (ações e debêntures), pois começou-se a desenvolver e consolidar-se a tese de que era fundamental criar novos mecanismos (ativos domésticos) capazes de substituir os do Tesouro na absorção da crescente oferta de divisas no país.

1.4) A constituição de um mercado nacional de bolsas no Brasil.

A expansão dos negócios financeiros com os mais diferentes títulos em bolsa, a partir do início do sec. XX no Brasil exigiu por parte dos agentes públicos a elaboração e a fixação de uma série de regulamentações que, tanto visavam normatizar práticas que se desenvolviam neste mercado, como a se constituírem regras que delimitassem e restringissem práticas que se queriam implantar. Contudo, estes negócios se concentravam principalmente em moedas e títulos emitidos pelos tesouros estaduais e, sobretudo, pelo tesouro federal, tanto para se financiarem, como aos projetos de desenvolvimento da infra-estrutura do país, e para manter a nossa principal atividade econômica que era a produção e a exportação de café.

Em 1914 é fundada a Bolsa de Fundos Públicos de Minas Gerais como forma de expandir as negociações com títulos financeiros por outras praças e, assim, captar ainda

¹⁶ Realizada a partir da “adoção do padrão ouro” com a criação da “Caixa de Conversão, investida do poder de emissão de notas plenamente conversíveis em ouro, e vice-versa, a uma taxa fixa de câmbio” (ABREU... [et al], 1990: 38).

mais os recursos monetários que circulavam no país. Desta forma, em conjunto com as Bolsas de Fundos Públicos do Distrito Federal – no Rio de Janeiro – (fundada em 1876), a de São Paulo (fundada em 1895) e com as “bolsas” que funcionavam, desde julho de 1851, nas juntas de corretores nos estados da Bahia e Pernambuco, formaram o principal mercado de títulos do país. Assim, começou a se desenvolver toda uma estrutura de negociação de títulos que se espalhou pelas principais “praças” do país, formada principalmente pelos estados do Rio de Janeiro, São Paulo e Minas Gerais, mas que também se estendia pelos estados da Bahia e Rio Grande do Sul que se consolidavam como importantes centros regionais. Tanto que em 1924 o governo do Estado da Bahia criou a Bolsa de Mercadorias da Bahia, a qual reunia os corretores de mercadorias daquele estado e que em conjunto com a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), na cidade de São Paulo, e a Bolsa do Café e Mercadorias, em Santos, ambas constituídas em 1917, formaram o principal mercado de mercadorias do país, negociando suas principais mercadorias agrícolas: café (principal mercadoria de exportação do país) e algodão (mercadoria fundamental para a nascente indústria nacional e, também, importante para exportação).

As fortes pressões inflacionárias surgidas na Europa após o fim da 1ª Guerra e o período de recessão nos EUA e no Reino Unido (RU) a partir de meados de 1920 promoveram severas reduções nos preços internacionais dos produtos primários, entre eles o café, o que deprimiu as nossas exportações, promovendo um déficit em nossa balança comercial e uma forte depreciação cambial. No entanto, este colapso cambial (com o seu agravamento em fins de 1922), por outro lado, protegeu de perdas substanciais a renda dos exportadores e as industriais nacionais, uma vez que ao tornar o preço do café bastante atraente, em termos internacionais, e as importações extremamente mais caras, permitiu a manutenção de certo fluxo de divisas, dado a expansão das exportações e a grande queda nas importações, expandindo a emissão de títulos federais e, conseqüentemente, a base monetária.

Enquanto o fluxo de divisas se mantinha, esta combinação de fatores servia de forte estímulo à expansão dos negócios com títulos nas bolsas de fundos públicos e nas bolsas de mercadorias no país, entretanto, com o ápice da grande crise financeira mundial em 1929 e o colapso do padrão ouro nas principais economias, somados à crise financeira que se instaurou no país, com a queda no preço internacional do café, sem o

correspondente aumento das exportações, e a eliminação das reservas cambiais, além da crise política, com a Revolução de 1930, o fim da República Velha e o estabelecimento do Governo Provisório, foi iniciado no Brasil um processo de redefinição nas regras dos negócios em bolsa, através de uma série de medidas, com inspiração nas que foram inicialmente propostas nos EUA, que alteravam a estrutura institucional em que os participantes destes mercados se organizavam.

Tendo como marco deste processo as medidas que foram desenvolvidas e aplicadas no mercado dos EUA nos anos de 1933 e 1934, em que se redefiniram as regras e as estruturas de negociação em bolsa, com alterações nas relações entre os governos e as bolsas e destas com o público em geral, através do Securities Act (*Lei de Títulos Mobiliários*), promulgado em 1933, e do Securities Exchange Act (*Lei das Bolsas de Valores*), de 1934, medidas como: a exigência de divulgação completa sobre novas emissões de valores; a proibição de operações a descoberto (sem o depósito ou composição de garantias reais – *margem*); o aumento de exigência de garantias para as operações a termo; o estabelecimento de controles sobre a realização de operações entre empresas do mesmo grupo ou com interesses em comum – com estabelecimento de reservas – que poderiam se configurar como “*vendas fictícias*” com o único objetivo de elevar o preço dos ativos; a fixação de medidas de controle sobre “*a divulgação de informações confidenciais ou falsas e outros meios para fraudar ou manipular o mercado*” (GALBRAITH, 2010: 159); a separação dos bancos comerciais das filiais que realizavam operações com títulos em bolsa (corretoras); e, finalmente, a constituição da Securities and Exchange Commission - SEC (*Comissão de Títulos Mobiliários e da Bolsa*), como instituição responsável pela regulamentação pública e fiscalização dos negócios realizados em bolsa. Todas essas medidas constituíram-se em intervenções basilares para todo um período de redefinição que se seguiria pelas bolsas do mundo nos anos seguintes.

Imediatamente em seguida, ainda no Governo Provisório, inicia-se no Brasil o nosso período de redefinição nas regras de como os negócios realizados em bolsa deveriam e poderiam ser executados, com a promulgação, já em 1934, de uma série de regulamentações, por decreto, que serviriam de base para o processo de reestruturação das regras referentes aos negócios com títulos públicos, privados e mercadorias. Neste ano, são realizadas três importantes intervenções sobre o mercado de bolsa, objetivando

estabelecer, inicialmente, as regulamentações que deveriam ser aplicadas para disciplinar os negócios em bolsa na Capital (Rio de Janeiro) e nos Estados, sendo que, nestes, as atividades das bolsas e corretoras deveriam ser regulamentadas pelo Governo Federal de acordo com as regulamentações da Capital (Decretos nº 24.387, de 13 de junho de 1934, e nº 24.475, de 27 de Junho de 1934), e, em seguida, criando o “*Departamento Nacional da Indústria e Comércio*”, que passou a assumir todas as atribuições confiadas á Junta Comercial, especialmente nos assuntos referentes às sociedades anônimas, ao arbitramento comercial, à Junta dos Corretores de Mercadorias e à organização e ao funcionamento das Bolsas de Mercadorias (Decreto nº 24.636, de 10 de Julho de 1934), o que diminuiu o poder de intervenção e gerência dos agentes comerciais privados no mercado e trouxe para esfera pública e, em tese, mais técnica e afastada, as decisões sobre o funcionamento, a regulamentação e o controle do mercado de títulos (que ainda se mantinha sob a estrutura de Bolsas de Fundos Públicos) e de mercadorias do país, alinhando-se, em grande parte, com a tendência que se consolidava no mercado internacional de controle e supervisão estatal.

Este foi um período marcado pelo fortalecimento da posição norte-americana na economia brasileira, não apenas como mercado consumidor para as nossas exportações de produtos agrícolas (principalmente café e algodão), mas também como um importante fornecedor de bens de capital e de consumo duráveis, tendo sido firmado em 1935 um acordo comercial que favorecia com concessões tarifárias estes produtos que tivessem sua origem nos EUA, que, em contrapartida, manteria livre de tributação o café e reduziria a metade as tarifas sobre outros produtos primários (minérios e produtos agrícolas e agropecuários). Sendo que, de 1934 a 1937 o Brasil experimentou taxas de crescimento da economia por volta de 6,5% a.a.¹⁷, como resultado da perigosa combinação entre o encarecimento das importações e a continuidade da política fiscal, monetária e creditícia expansionista que continuava a privilegiar os cafeicultores e, com isso, mantinha a demanda interna aquecida e ampliava os negócios com títulos financeiros, que, a partir deste período, passavam também a serem realizados na Bolsa Oficial de Valores de São Paulo, constituída em 1935, com a transferência da Bolsa de Fundos Públicos, em 1934, para o Palácio do Café na cidade de Santos, então a maior praça cafeeira do mundo à época.

¹⁷ ABREU... [et al], op. Cit. 1990: p. 85.

Em novembro de 1937 é decretado o Estado Novo, num movimento político em que se buscou fortalecer o poder do governo central e em que foram criadas novas agências governamentais com objetivos reguladores na área econômica, com a implantação do sistema de controle cambial e de importações e o abandono, inicialmente parcial, da política de sustentação de preços do café. Neste novo contexto, o mercado de títulos públicos cumpria um importante papel na política econômica que tinha por objetivo a liquidação dos compromissos financeiros do governo, assim, é modificada em 1939 a legislação sobre “Bolsa de Valores” (Decreto-lei nº 1.344, de 13 de junho de 1939), que passava a agir, deste momento em diante, de forma mais afirmativa e integrada como regulamentação única para todas as operações realizadas em bolsa de valores do país. Sendo, estas, ainda constituídas como entidades públicas com a ingerência dos governos estaduais em suas administrações (vinculadas às secretarias de finanças) e como organizações em que se poderiam realizar diferentes operações (*Art. 15: 1º - operações à vista; 2º - operações a termo; 3º - operações de câmbio*) com os mais diferentes títulos financeiros (*Art.37: a) títulos federais; b) títulos estaduais; c) títulos municipais; d) ações; e) debêntures; f) outros valores*).

A partir do estabelecimento destas novas regras, deflagra-se pelo país um processo de constituição de “Bolsas de Valores” estaduais a exemplo da bolsa de valores do Distrito Federal, a BVRJ, e da Bolsa Oficial de Valores de São Paulo, na cidade de Santos, com a transformação das bolsas de fundos públicos, originalmente inspiradas no modelo Europeu, principalmente o Inglês, em bolsas de valores, inspiradas no sistema de bolsas norte-americano, mas que ainda preservavam as tradicionais operações com fundos públicos, que eram essenciais, neste período, para a continuidade do financiamento da dívida pública dos governos. Assim, em fevereiro de 1940, por meio do decreto estadual nº 11.598, o Governo Estadual da Bahia criou a sua bolsa de valores, que, juntamente com a de Mercadorias (criada em 1924), ganhou a denominação de Bolsa de Mercadorias e Valores da Bahia, e, neste processo, em maio de 1948, a Bolsa de Fundos Públicos de Minas Gerais, fundada oficialmente em 29 de setembro de 1914, passou a ser denominada Bolsa de Valores de Minas Gerais, num movimento em que foram se constituindo bolsas nas capitais dos principais estados do país. Logo, como as bolsas brasileiras eram, neste momento, entidades oficiais corporativas, vinculadas às secretarias de finanças (atuais Secretarias da fazenda estaduais), estas foram sendo

constituídas pelos governos estaduais em todo o Brasil, chegando a existir 27 bolsas de valores por todo país, sendo uma por estado e mais a do Distrito Federal, compostas por corretores nomeados pelo poder público.

Desta forma, é possível se afirmar, até aqui, que a constituição de mercados de bolsa no Brasil se deu de acordo com o desenvolvimento da estrutura do sistema financeiro que se organizava no país, em que até o início de meados da década de 1960, se assentou basicamente sobre os bancos comerciais e as Bolsas, inicialmente como de fundos públicos e mercadorias, para, em seguida, de valores, numa combinação que se dividia entre a captação dos recursos excedentes do setor agrário-exportador e dos investimentos externos destinados a este setor e aos projetos de implantação da infraestrutura do país, para que, com isso, fosse realizado o financiamento dos investimentos públicos e privados nacionais através da venda dos títulos públicos dos tesouros nacionais, estaduais e municipais e títulos privados de natureza comercial e patrimonial (ações e debêntures), onde interesses públicos e privados se confundiam.

Com as transformações no cenário político, a partir de abril de 1964, representadas pela derrubada do Presidente João Goulart e a formação do Governo Militar, inicia-se um novo período de reformulação nas regulamentações do mercado financeiro a partir da

“convicção da necessidade de reformas institucionais que acompanhou o PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo – 1964/67) desde o seu diagnóstico. (Sendo que) Três áreas foram particularmente destacadas, refletindo, acertadamente, a percepção do governo a respeito dos pontos de estrangulamento institucionais da economia: primeiro, a desordem tributária; segundo, as deficiências de um mercado financeiro subdesenvolvido e a inexistência de um mercado de capitais; e, por ultimo, as ineficiências e as restrições ligadas ao comércio exterior.”¹⁸

¹⁸ ABREU... [et al], op. Cit. 1990: p. 228.

Assim, como forma de buscar corrigir as ineficiências observadas devido ao *segundo ponto de estrangulamento*, foram promulgadas as Leis nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que objetivavam realizar uma série de reformas que resultariam na a constituição da estrutura básica do que é hoje o nosso Sistema Financeiro Nacional (SFN), que compreende tanto o Mercado de Capitais, quanto todas as *Instituições*, Intermediários e Auxiliares Financeiros (públicos ou privados, com sede ou autorizados a funcionarem no país). Sendo, estas primeiras regulamentações, complementadas, ainda no governo militar, pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que tratava da regulamentação específica do Mercado de Valores Mobiliários e que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a qual foi constituída como uma *entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda*¹⁹, com objetivo de regulamentar, disciplinar e fiscalizar os negócios com títulos e valores mobiliários, onde suas atividades devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil (BCB) e de acordo com as políticas definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), reconhecendo as diferenças e as especificidades dos negócios realizados nestes mercados em relação aos títulos de dívida.

Inicialmente, a partir da Lei 4.595, foram constituídas organizações de caráter publico com status de “Autoridades Monetárias”, sendo estas, o Conselho Monetário Nacional (CMN), como autoridade normativa máxima do SFN com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito, e o Banco Central do Brasil (BCB)²⁰, como uma organização no formato de autarquia, responsável pela supervisão do funcionamento das instituições financeiras de acordo com a regulamentação expedida pelo CMN, e que, a partir da Lei 4.728/65, também passou a ter competência para autorizar a constituição e a realizar a fiscalização do funcionamento das bolsas de valores, das sociedades corretoras membros das bolsas e das sociedades de investimento, e, ainda, de autorizar o funcionamento e realizar a fiscalização das operações das instituições financeiras, sociedades ou firmas individuais que tenham por objeto a subscrição para revenda e a distribuição de títulos ou valores mobiliários (as Distribuidoras), além de manter

¹⁹ De acordo com a redação original do Art. 5º da Lei nº 6.385/76, que foi alterado em 2002, pela Lei nº 10.411, para dar maior autonomia decisória a CVM.

²⁰ Constituído originalmente como “Banco Central da República do Brasil”, mas teve sua denominação alterada conforme o Decreto-Lei nº 278, de 28/2/1967.

registro e fiscalizar as operações das sociedades e firmas individuais que exerçam as atividades de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, ou que efetuem, com qualquer propósito, a captação de poupança popular no mercado de capitais.

Dentro deste novo conjunto de medidas, já em 1966, as Bolsas de Valores foram transformadas, por meio da Resolução nº 39 do BCB, em *associações civis sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial*, passando a funcionar sob sua supervisão como entidades auto-reguladoras compostas pelas sociedades corretoras. Sendo que, a partir desta nova configuração, em seu objeto social se dispunha a manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e abertos, especialmente organizados e fiscalizados pela própria Bolsa, sociedades corretoras membros e pelas autoridades competentes, devendo, ainda, o referido local ou sistema, disponibilizar de todos os meios necessários para a pronta e eficiente realização e visibilidade das operações. Com isso, a antiga figura individual do corretor de fundos públicos passou a ser substituída pela da sociedade corretora, empresa constituída sob a forma de sociedade por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada, que deveriam integrar o quadro social das bolsas, atuando como os intermediários do mercado, agentes financeiros, responsáveis pelos serviços prestados aos investidores e às companhias abertas.

As bolsas de valores que, anteriormente, atuavam vinculadas aos poderes estaduais e que operavam em sua grande maioria como instrumento de captação de recursos via negociação de títulos públicos, passaram a compor o novo “Sistema Distribuidor de Títulos e Valores Mobiliários” no Mercado de Capitais, juntamente com as sociedades corretoras, as instituições financeiras autorizadas a operar neste mercado e as sociedades ou empresas que tivessem por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição, ou sua intermediação (Distribuidoras). Desta forma, neste novo contexto em que se reforçava a tese de que as necessidades de capital deveriam ser supridas principalmente por fontes privadas de financiamento (fossem nacionais ou estrangeiras) e que a obtenção destes recursos dependeria em última instância, da capacidade do país de criar um ambiente favorável para o ingresso destes capitais privados (numa interpretação que pode ser entendida como a retomada das políticas de favorecimento

do capital externo de meados da década de 1950)²¹ as Bolsas de Valores passaram a negociar somente os títulos ou valores mobiliários (ações, tanto ordinárias, quanto preferências, e seus bônus de subscrição) de emissão de pessoas jurídicas de direito público, de pessoas jurídicas de direito privado registradas no Banco Central e os títulos cambiais (debêntures e notas comerciais, principalmente) colocados no mercado com a coobrigação de uma instituição financeira, de modo a assegurar garantia adequada aos que os adquirissem.

Ao passarem a possuir autonomia administrativa, atuando como instituições privadas desvinculadas das secretarias de fazenda dos estados, as bolsas de valores e de mercadorias iniciaram um processo de reorganização operacional marcado, inicialmente, pela fusão entre as principais bolsas de cada região (com exceção da BOVESPA e da BVRJ), numa estratégia que buscava não só obter uma maior participação no volume total de negócios com títulos de valores mobiliários, mas também, assumir maior representatividade no mercado de capitais do país e maior eficiência operacional. Sendo possível identificar no início deste processo de implantação e desenvolvimento da nova estrutura institucional para o mercado financeiro, um conjunto de regulamentações que buscava promover o ingresso de recursos nacionais e estrangeiros através do mercado de capitais como forma de ampliar o volume total de recursos destinados ao investimento industrial.

Alterações promovidas na legislação do imposto sobre a renda e na legislação sobre a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior, como forma de desonerar os recursos destinados ao mercado de capital, além da instituição da correção monetária nos contratos e de uma nova estrutura para o sistema financeiro do país, se constituíram nos elementos gerais para compreender as transformações que iriam começar a dar uma nova configuração às bolsas, fosse de valores ou de mercadorias, no

²¹ Como as adotadas pelo país com a Lei nº 1.807, de 7 de janeiro de 1953, que ficou conhecida como a “Lei do Mercado Livre”, em que se instituiu um sistema cambial múltiplo que prestigiava as exportações e a entrada de recursos externos e buscava restringir as importações, e a Instrução 113 da SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito – que foi substituída integralmente pelo BCB, a partir de 1965), de 17 de janeiro de 1955, que dava tratamento diferenciado aos investimentos realizados pelo capital externo no país (ABREU... [et al], 1990: 123-175).

Brasil²², as quais precisariam passar por todo um processo de redefinições para se adequarem a estas novas regras do jogo, em que os agentes privados deveriam passar a ter uma maior autonomia e gerência sobre os negócios realizados e onde o setor público passaria a assumir cada vez mais o papel de regulador e regulamentador destas transações.

Dentro deste novo contexto para a realização dos negócios em bolsa, marcado pelo fortalecimento do mercado de títulos privados e pela concentração da negociação dos títulos financeiros do setor público junto ao BCB, através do mercado aberto, junto às instituições bancárias que são, obrigatoriamente, subordinadas a esta Autoridade Monetária, a cidade do Rio de Janeiro começa a perder representatividade como o principal centro financeiro do país. Não tendo mais os privilégios de ser a Capital Federal, devido a transferência do Distrito Federal para o centro-oeste com a inauguração da cidade de Brasília, em 1960, ainda era grandemente identificada com este período anterior de domínio do setor público e de bolsas de fundos públicos, concentrando ainda em seu território as sedes da CVM e de algumas das principais estruturas de regulação e intervenção do setor público no mercado financeiro. Esta perda de importância da cidade do Rio de Janeiro e de suas instituições financeiras começou a ser contrabalançada pela expansão e pela maior representatividade dos negócios realizados pelos agentes financeiros de São Paulo que, já a partir da década de 1950, começara a assumir o papel de representante dos interesses privados industriais e comerciais. Assim, a nascente BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo, fundada em 1967 na cidade de São Paulo, através das sociedades corretoras sediadas na capital deste

²² Lei nº 4.357, de 18 de julho de 1964. “Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências”; Lei nº 4.390, de 29 de agosto de 1964. “Altera a Lei nº 4.131 (que disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências, de 3 de setembro de 1962), e dá outras providências”; Lei nº 4.506, de 30 de novembro de 1964. “Dispõe sobre o imposto que recai sobre as rendas e proventos de qualquer natureza”; Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. “Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências”; Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. “Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento”; Resolução 39 do Banco Central do Brasil, de 10 de outubro de 1966. “Regulamento que disciplina a constituição, organização e o funcionamento das Bolsas de Valores em todo o País; Decreto-Lei 157, de 10 de Fevereiro de 1967. “Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações; facilita o pagamento de débitos fiscais”; Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. “Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários – CVM”; Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. “Dispõe sobre as sociedades por ações”.

estado, passou a assumir cada vez mais o lugar da BVRJ na voga deste novo mercado de capitais que se construía desvinculado do poder público, buscando atender aos interesses do empresariado industrial, comercial e financeiro que buscava os novos investimentos privados nacionais e estrangeiros.

As bolsas de valores, que a partir de outubro de 1966, passavam a possuir um novo regulamento que disciplinava a sua constituição, organização e o funcionamento, “Resolução 39 do Banco Central do Brasil”, passavam a operar dentro deste novo modelo de organização institucional. A partir dos acordos firmados entre estas diferentes bolsas, estas passaram a se reunir em bolsas com caráter regional já a partir do início da década de 1970, como forma não só de buscar obter um aumento nos volumes de seus negócios, como, também, maiores e melhores resultados financeiros, uma vez que suas receitas deveriam ser resultado das comissões, taxas e tarifas obtidas a partir dos negócios realizados em seus pregões por suas sociedades corretoras membros.

Assim, em 1974 as bolsas dos estados de Minas Gerais e do Espírito Santo se fundiram e formaram a Bolsa de Valores Minas-Espírito Santo, que em 1976 se fundiu com a nova bolsa do Distrito Federal, Brasília, formando a Bolsa de Valores Minas-Espírito Santo-Brasília (BOVMESB), com sede na cidade de Belo Horizonte, que englobava, também, os estados de Goiás, Mato Grosso do Sul, Rondônia e Tocantins. Em seguida, ocorreram as fusões das bolsas dos estados do nordeste, onde se registrou a formação de três bolsas regionais, com a fusão em 1978 das Bolsas de Valores da Bahia e de Alagoas, originando a Bolsa de Valores Bahia e Alagoas, que em 1980 se fundiu com a Bolsa de Valores de Sergipe, dando origem a Bolsa de Valores Bahia, Sergipe e Alagoas (BVBSA), com sede em Salvador, além da BVPP, com sede em Recife, e BVRg, com sede em Fortaleza.

Desta forma, até o final da década de 1970 e início da década de 1980, todas as 27 bolsas de valores espalhadas pelo país estavam reunidas em nove bolsas, regionais ou não, assim distribuídas²³:

- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – BVRJ;
- Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA;

²³ PUBLICAÇÃO SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS. INFORME SENN, CVM: 1997.

- Bolsa de Valores Bahia-Sergipe-Alagoas – BVBSA;
- Bolsa de Valores Minas Gerais-Espírito Santo-Brasília – BOVMESB;
- Bolsa de Valores do Extremo Sul – BVES (Rio Grande do Sul e Santa Catarina);
- Bolsa de Valores do Paraná – BVPR;
- Bolsa de Valores Pernambuco-Paraíba – BVPP;
- Bolsa de Valores Regional – BVRg (CE–RN–PI–MA–PA–AM); e
- Bolsa de Valores de Santos – BVSt.

De acordo com os dados publicados pela CVM em 1997, a BOVESPA concentrava, em 1996, 84% de todos os negócios realizados em bolsa de valores, enquanto que todas as outras bolsas reunidas, respondiam apenas pelos outros de 16% do volume total de negócios realizados em bolsa no país.

1.5) Das bolsas regionais à bolsa única: BM&FBovespa.

Assim como o processo de difusão das bolsas de valores e de mercadorias, como estruturas vinculadas as secretarias de fazenda estaduais, se deu a partir da combinação de um conjunto de regulamentações que subordinavam as suas atividades ao poder público, devido às necessidades que haviam de se estender e ampliar a captação dos recursos nacionais, como forma de buscar diminuir a dependência aos recursos externos, marco deste período anterior. O processo de concentração e reorganização destes mercados, que se seguiu, também ocorreu devido às mudanças institucionais promovidas a partir do novo cenário político-econômico nacional. Pois, com as reformas promovidas após abril de 1964, começou a ser institucionalizada toda estrutura básica do nosso atual sistema financeiro, e, dentro deste processo, as bolsas passaram a assumir cada vez mais as características que serviriam de base para a estrutura que possuem atualmente.

Após pouco mais de três meses de instauração do novo regime, com a promulgação da Lei nº 4.357, em 16 de julho de 1964, se deu início ao processo de alteração nos elementos que eram básicos no modelo anterior de financiamento do setor público e na

relação ao capital privado nacional e o mesmo ocorrendo com o capital estrangeiro, regulamentando-se a emissão das Obrigações do Tesouro Nacional (OTN's), títulos da dívida pública remunerados a juros, que se constituíam nos principais instrumentos através dos quais o governo captaria recursos junto a sociedade. Também a partir daí, foi alterada a legislação relativa à cobrança de imposto sobre a renda, como forma de atender tanto às necessidades de captação de novos recursos para o financiamento da dívida pública, quanto aos anseios do setor privado para mudanças que desonerassem a legislação do imposto de renda – a qual havia sido implementada pelo governo anterior de João Goulart²⁴ e que gerou grande descontentamento junto as classes média e alta. Ainda, passados apenas pouco mais de um mês, e como preparação para as mudanças que reestruturariam o nosso SFN, foram alteradas as regulamentações que tratavam da aplicação do capital estrangeiro e das remessas de valores para o exterior, a partir da Lei nº 4.390, de 29 de agosto de 1964.

A partir da segunda metade de 1964, as exportações recuperaram-se e atingiram um nível recorde em 1965, resultando num superávit do balanço de pagamentos como um todo, de US\$ 331 milhões e elevando as reservas cambiais à US\$ 484 milhões. Assim, com este influxo de moeda estrangeira, a liquidez real da economia ficou folgada até meados de 1966, quando a política monetária foi invertida, reduzindo os gastos públicos, contraindo o crédito e elevando os impostos, para tornar a expansão dos meios de pagamento mais restrita, o que reduziu o déficit do tesouro a 1,1% do PIB, o equivalente a um quarto do resultado obtido em 1963. Como desde 1960, o déficit do governo era quase que integralmente financiado pelas emissões de papel-moeda, estas novas regulamentações começaram a promover mudanças significativas nas formas de

²⁴ Lei nº 4.154, de 28 de novembro de 1962. Dispõe sobre a legislação de rendas e proventos de qualquer natureza.

... Parágrafo único. O Poder Executivo baixará regulamento de execução desta Lei, o qual consolidará toda a legislação do imposto sobre a renda e proventos de qualquer natureza. ...

Art. 2º A partir do exercício financeiro de 1963 o imposto complementar, calculado sobre a renda líquida das pessoas físicas, será cobrado de acordo com a seguinte tabela:

Até 24 vezes o valor de salário mínimo fiscal isento ; Entre 24 e 30 vezes 3%;
Entre 30 e 45 vezes 5% ; Entre 45 e 60 vezes 8%; Entre 60 e 75 vezes
12%; Entre 75 e 90 vezes 16%; Entre 90 e 120 vezes 20%; Entre 120 e 150 vezes
..... 25%; Entre 150 e 180 vezes 30%; Entre 180 e 250 vezes 35%; Entre 250 e 350
vezes 40%; Entre 350 e 450 vezes 45%; Entre 450 e 600 vezes 51%; Entre 600 e
800 vezes 57%; Acima de 800 vezes 65%. ...

financiamento público e na relação do setor financeiro com o governo, pois a partir de 1965, 55% do déficit do governo passou a ser financiado pela venda de títulos da dívida pública no mercado aberto, e, já em 1966, 100% deste déficit já era financiado por estes empréstimos junto ao público, tanto doméstico, quanto por empréstimos externos²⁵.

Dentro deste novo cenário, a constituição de estruturas de bolsas de valores e de mercadorias, como estruturas autônomas e privadas, começou a ser desenvolvido a partir das necessidades de mudanças na estrutura de financiamento das empresas, que permitissem novas e maiores captações de recursos nacionais e estrangeiros. Tendo, como descrito no item anterior, seu ponto de partida nas mudanças promovidas na estrutura institucional de nosso SFN pelas leis 4.595/64 e 4.728/65, e, em seguida, pela Resolução 39, do BCB, em 1966, que as transformou em (Art.1º) “associações civis, sem finalidades lucrativas”, e pelas leis 6.385 e 6.404 de 1976 que formaram a base da estrutura do atual mercado de valores mobiliários.

As bolsas de valores e de futuros são definidas como instituições auto-reguladoras, condição assegurada pelas Resoluções do CMN no 1645/89 (bolsas de futuros) e no 1656/89 (bolsas de valores). Estas Resoluções atribuem às bolsas a responsabilidade pela regulamentação e fiscalização das transações realizadas em seus pregões e sistemas eletrônicos de negociação, pela arbitragem das disputas que venham a ocorrer e pelo estabelecimento de mecanismos para evitar e corrigir o descumprimento das previsões legais, desvios da condição de equidade e justiça dos mercados e proteção dos investidores.

Seu objeto social se dispõe a manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado pela própria Bolsa, sociedades corretoras membros e pelas autoridades competentes. Deve, ainda, permanentemente, o referido local ou sistema, disponibilizar de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações.

²⁵ Segundo ABREU... [et al], 1990: 218-221, “A AID (*Agency for International Development – agência de ajuda externa norte-americana*) concedeu um empréstimo ao Tesouro no valor de Cr\$ 170,7 milhões (US\$ 77,6 milhões, pelo câmbio de 1966), o que representava 29% do déficit.”

A Bolsa é representada, ativa e passivamente, pelo seu presidente e compete ao Conselho de Administração: traçar a política geral da Bolsa de Valores; autorizar as medidas e providências necessárias para regular o funcionamento da entidade; autorizar, proibir ou suspender a negociação e a cotação de quaisquer títulos ou valores mobiliários, exceto os da dívida pública federal; suspender, total ou parcialmente, as atividades da Bolsa de Valores em casos de grave emergência, comunicando de imediato a decisão, devidamente justificada, à Comissão de Valores Mobiliários, entre outras, das quais foram destacadas. No ano de 2001 a Bovespa concluiu um acordo histórico para integração de todas as Bolsas brasileiras em torno de um único mercado de valores, o da Bovespa, reunindo todas as outras oito bolsas ainda existentes, mas que realizavam apenas um pequeno volume de negócios locais, sendo que a BVRJ²⁶ que se integrou, juntamente com as bolsas regionais, a Bovespa, passou a negociar exclusivamente títulos públicos de emissão dos governos federal, estadual e municipal, além dos leilões de privatização.

O passo seguinte neste processo de integração dos mercados de bolsa no Brasil foi dado no ano de 2007, com os processos de “desmutualização” da Bovespa e, em seguida, da BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros), então a maior bolsa de mercadorias e de futuros da América Latina e a 5ª maior bolsa de futuros do mundo, em volume de contratos negociados²⁷. Com a desmutualização, o capital da companhia se torna disponível para negociação, a partir da desvinculação – *desmútuo* – dos direitos patrimoniais dos antigos associados, as sociedades corretoras, dos direitos de acesso, convertendo-os em participações acionárias. Em 28 de agosto de 2007, a Bovespa deixou de ser uma instituição sem fins lucrativos, em que seu capital era constituído por títulos patrimoniais, e se tornou uma sociedade por ações: a BOVESPA Holding S.A.; com a primeira colocação de suas ações (BOVH3) em negociação em bolsa no dia 26 de outubro de 2007.

²⁶ Apesar da integração das Bolsas em 2001, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) mantém uma estrutura administrativa autônoma. Enquanto as antigas bolsas regionais da Bahia-Sergipe-Alagoas (BVBSA), de Minas Gerais-Espírito Santo-Brasília (BOVMESB); do Paraná (BVPR) e a Regional (BVRg), funcionam como “unidades regionais” da BM&FBovespa, mantendo as atividades de desenvolvimento do mercado e de prestação de serviços à praça local.

²⁷ MARQUES, ... [et al], 2008: 215.

Assim como no mercado de valores mobiliários, o mercado de mercadorias e de futuros também passou por um processo de integração, contudo, foi nos mercados de contratos futuros, tanto agrícolas, quanto de ativos financeiros, que a integração foi mais intensa. Já em maio de 1991, as duas principais bolsas de futuros de mercadorias agrícolas, a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), fundada em 1917, e de contratos financeiros, a Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F), fundada em 1985, se fundem, constituindo uma única bolsa, que reunia todas as suas atividades operacionais, dando origem a Bolsa de Mercadorias e Futuros (também, BM&F), cujo objetivo principal consistia em desenvolver um mercado futuro que proporcionasse aos agentes econômicos, segundo definição do BCB, *a oportunidade de efetuarem operações de hedging (proteção) ante flutuações de preço de commodities agropecuárias, índices, taxas de juro, moedas e metais, bem como de todo e qualquer instrumento ou variável macroeconômica cuja incerteza de preço no futuro pudesse influenciar negativamente suas atividades*. Com o objetivo de fortalecer o mercado nacional de commodities e consolidar a BM&F como o principal centro de negociação de derivativos do Mercosul, é firmado um novo acordo operacional com a Bolsa Brasileira de Futuros (BBF), fundada em 1983 e sediada no Rio de Janeiro, em junho de 1997, transformando a BM&F na única bolsa no Brasil a realizar em seu pregões tanto operações com contratos futuros de mercadorias, quanto com ativos financeiros e taxas de juros, se transformando em uma das mais importantes “organizações econômicas” de nosso país.

Para consolidar sua posição e dar as suas operações maior agilidade e confiabilidade, a BM&F inicia, em 2002, as atividades de sua câmara de compensação “*Clearing*” de câmbio, e, no mesmo ano, adquire os direitos de gestão e operacionalização das atividades da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), que era, até então, a câmara de compensação e liquidação de operações com títulos públicos, títulos de renda fixa e ativos emitidos por instituições financeiras, os direitos de administração e operacionalização do sistema de negociação de títulos públicos e outros ativos, conhecido como Sisbex²⁸, e firma um acordo com a Federação Brasileira de Bancos (Febraban) e com a Centralclearing de Compensação e Liquidação S.A. para centralização, na BM&F, das atividades de registro, compensação e liquidação de

²⁸ Após adquirir, em abril de 2002, os títulos patrimoniais da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) de seus titulares.

operações com títulos públicos e privados de renda fixa, o que se concretiza com o início das operações, em maio de 2004, da Clearing de Ativos BM&F. Em 30 de novembro de 2007, a BM&F conclui seu processo de desmutualização, convertendo-se em uma sociedade anônima de capital aberto, a BM&F S.A., e coloca suas ações (BMEF3) em negociação na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Em 14 de dezembro de 2007, é constituída uma “Companhia” sob a denominação social de “T.U.T.S.P.E Empreendimentos e Participações S.A.”, com o objetivo social de participar em outras sociedades, como sócia ou acionista, no país ou no exterior (“holding”). Sendo que, em 08 de abril de 2008, os acionistas desta Companhia aprovaram a alteração da sua denominação social para “Nova Bolsa S.A.”. No dia 8 de maio de 2008, os acionistas da Bovespa Holding S.A. e da BM&F S.A. aprovaram uma reorganização societária, por meio da qual os acionistas de ambas as companhias foram reunidos em uma única empresa. Diante dessa reorganização societária e após a incorporação das controladas – Bolsa de Valores de São Paulo – BVSP (antiga Bovespa Holding) e Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), os acionistas da Companhia aprovaram a alteração de sua denominação social, que passou a ser “BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros”, uma companhia de capital aberto, tendo suas ações negociadas no Novo Mercado, sob o código BVMF3, desde 20 de agosto de 2008. Em 1º de setembro, o papel foi incluído na carteira do Ibovespa, principal índice do mercado brasileiro de ações.

Segundo informações do “Relatório Anual – 2008” da BM&FBOVESPA, a integração da Bovespa e da BM&F formou a 3ª maior bolsa do mundo e a 2ª das Américas em valor de mercado, responsável por 80% do volume negociado no mercado de ações da América Latina e mais de US\$ 67 bilhões em negócios diários no mercado futuro. O modelo de negócios dispõe de quatro ‘clearings’: ações, derivativos, ativos e câmbio. O elenco de produtos abrange operações com ações, derivativos, commodities, balcão e operações estruturadas. Oferecendo um modelo híbrido de negociação que pode combinar pregões viva-voz, eletrônico e via internet (‘homebroker’/‘webtrading’), sendo que, desde julho de 2009, tanto o pregão do mercado Bovespa, que desde 2005 já operava eletronicamente e havia implantado uma nova infra-estrutura de tecnologia da informação, que permitiu o aumento do volume de transações no mercado de capitais,

quanto da BM&F, são operados através de plataformas eletrônicas de negociação. Tendo um lucro líquido de R\$909,6 milhões em 2008, divididos entre o segmento Bovespa, com um movimento de R\$1,37 trilhão, valor 14,7% superior ao obtido no ano anterior, com expansão do volume médio diário de 12,9%, atingindo R\$5,5 bilhões, e o segmento BM&F, onde foram negociados 391,6 milhões de contratos, totalizando R\$28 trilhões, queda de 9,6% em relação a 2007. Já o volume médio mensal transacionado via Home Broker aumentou de R\$15,2 bilhões para de R\$27,5 bilhões.

Os escritórios da BM&FBOVESPA nos Estados Unidos (Nova Iorque) e na China (Xangai) oferecem infra-estrutura e suporte aos participantes de seus mercados que desenvolvem atividades junto a clientes estrangeiros, além de divulgar os produtos da Bolsa a potenciais investidores. No Brasil, além de São Paulo, há unidades de representação da Bolsa em cinco estados: Ceará, Paraná, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul. A BM&FBOVESPA é muito mais do que um espaço de negociação: lista empresas e fundos; realiza negociação de ações, títulos, contratos derivativos; divulga cotações; produz índices de mercado; desenvolve sistemas e softwares; promove avanços tecnológicos e muito mais. A Bolsa, efetivamente, contribui para o crescimento econômico brasileiro. O número de investidores com contas de custódia ativas subiu 14,5%, de 488 mil para 559 mil em 2008.

O processo de construção e estabelecimento dos mercados de bolsa no Brasil é, portanto, o resultado de sucessivos arranjos que foram não só sendo realizados de acordo com as necessidades dos agentes envolvidos nas suas transações, mas também, de acordo com os interesses dos gestores envolvidos na condução da economia nacional. Funcionando, desde suas origens, como instrumento para a captação e gestão dos recursos provenientes tanto das atividades econômicas nacionais, quanto estrangeiras, interessadas no financiamento da dívida pública, na construção e desenvolvimento da infraestrutura e das atividades produtivas nacionais, a construção institucional destes mercados opõe-se a concepção de são resultado “*da ação das livres forças do mercado*” que muitas vezes é atribuída a estes mercados.

CAPÍTULO 2.

A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL E O PROCESSO DE CONSTITUIÇÃO DA BM&FBOVESPA.

2.1) A Teoria dos Custos de Transação (TCT) e a Nova Economia Institucional (NEI).

Ao demonstrarmos, no capítulo anterior, que o processo de constituição, transformação e integração do mercado de bolsa no Brasil com a, conseqüentemente, constituição da atual estrutura da BM&FBovespa, não pode ser analisado exclusivamente sob a premissa, habitualmente empregada, do funcionamento das “Livres forças do mercado” e que este mercado, ou estes mercados, não podem ser enquadrados sob uma estrutura de concorrência e que, muito menos, o modelo de um “mercado livre” não é suficiente para se entender as formas como se processam o conjunto de transações que são realizadas por todos os agentes envolvidos nestes mercados, buscaremos, a partir dos argumentos da Nova Economia Institucional (ou Teoria Neo-Institucionalista), entender como ocorreu este processo de constituição da BM&FBovespa e como suas transações se realizam através de formulações de direitos contratuais, que servem como conjunto de regras que ajudam a poupar custos de transações, com ênfase sob os contratos de negociação futura de café, que são um dos mais antigos dentre os negociados e os que possuem o maior volume de negociação no mercado futuro de contratos agrícolas.

Como a Teoria dos Custos de Transação (TCT) é parte do instrumental de análise da Nova Economia Institucional (NEI), estando, desta forma, inserida na corrente de “Instituições de Governança”, que adota um enfoque *microanalítico*, a partir de arranjos institucionais, para realizarmos o estudo das organizações econômicas, e, ao considerar que o funcionamento do sistema econômico não é isento de custos, a TCT busca entender como os custos que estão presentes em todas as transações (custos de transação) impactam sobre os resultados econômicos, colocando empresas, mercados e

contratos como Instituições Econômicas (IE), e que estes são o produto evolutivo de uma série de inovações nas organizações, sendo entendidas, portanto, como Instituições Econômicas do Capitalismo (IEC).

Como apresentado por Pinheiro (2005: 62), o conceito de “*custos de transação*” é parte fundamental do instrumental de análise da Nova Economia Institucional (NEI), contudo, não há uma definição que seja única do que são custos de transação, mas sim uma variedade de sentidos que se apresentam de acordo com cada contexto em que se aplica. Podendo ser os “*custos envolvidos na interação humana*” (Coase, 1937), e que servem para diferenciar as transações que ocorrem no interior das organizações, daquelas que ocorrem no mercado entre organizações distintas. Como também podem ser, segundo Kenneth Arrow (1969), os “*custos de fazer o sistema econômico funcionar*”. Ou, ainda, como apontado por Thrainn Eggertsson (1990), os “*custos que surgem quando os indivíduos comercializam direitos de propriedade sobre ativos econômicos e impõem seus direitos exclusivos*”. Ou, mesmo, “*os custos associados à transferência, captura e proteção de direitos de propriedade*”, como assinalado por Yoram Barzel (1997). Contudo, podemos encontrar definições mais abrangentes, como as formuladas por Eirik Furubotn e Rudolf Richter (1997), que definem custos de transação como os custos que incluem “*os custos dos recursos utilizados para a criação, manutenção, uso, troca e assim por diante de instituições e organizações*”, desta forma, “*os custos de transação consistiriam nos custos de definir e medir recursos ou títulos de propriedade, mais os custos de utilizar e impor os direitos especificados*”. Considerando os custos existentes nos processos de transferência de direitos de propriedade, no estabelecimento ou transferência de direitos contratuais entre indivíduos ou entidades legais, “*os custos de transação incluem os custos de informação, negociação e imposição (enforcement – no sentido de aplicação de uma lei, uma norma)*”. Assim, os “custos de transação” passam a ser aqui definidos como:

“os custos com a realização de cinco atividades que tendem a ser necessárias para viabilizar a concretização de uma transação. Primeiro, a atividade da busca pela informação sobre regras de distribuição de preço e qualidade das mercadorias; sobre insumos de trabalho e a busca por potenciais compradores e vendedores, assim como de informação relevante sobre o comportamento desses agentes e a circunstância em que operam. Segundo, a

atividade da negociação, que será necessária para determinar as verdadeiras intenções e os limites de compradores e vendedores na hipótese de a determinação dos preços ser endógena. Terceiro, a realização e a formalização dos contratos, inclusive o registro nos órgãos competentes, de acordo com as normas legais, atividade fundamental do ponto de vista do direito privado, já que é o que reveste o ato das garantias legais. Quarto, o monitoramento dos parceiros contratuais com o intuito de verificar se aquelas formas contratuais estão sendo devidamente cumpridas, e a proteção dos direitos de propriedade contra a expropriação por particulares ou o próprio setor público. Finalmente, a correta aplicação do contrato, bem como a cobrança de indenização por prejuízos às partes faltantes ou que não estiverem seguindo corretamente suas obrigações contratuais, e os esforços para recuperar o controle de direitos de propriedade que tenham sido parcial ou totalmente expropriados”²⁹.

Partindo da premissa que toda transação freqüentemente sujeita as partes envolvidas ao risco de que elementos acordados entre eles não se efetivem (Farina, 1997: 71) a TCT passa a representar um instrumento alternativo de análise, uma vez que, até então, as questões relevantes estavam centradas nos custos relativos ao processo produtivo de transformação de insumos em mercadorias (custos de produção) e a empresa era vista como a unidade fundamental de análise.

Mesmo sendo a análise microeconômica tradicional (neoclássica) o instrumental de análise aplicável ao estudo do processo de transformação ocorrido dentro das empresas, novas questões se interpõem ao analisarmos as complexidades envolvidas nos processos relativos aos atos de comprar e vender presentes nas diversas transações relacionadas ao processo de transformação em si, que representam riscos que até então eram negligenciados ao serem considerados irrelevantes ao processo de geração de riqueza promovido pela produção de mercadorias.

Ao buscarem reduzir estes riscos e suas conseqüências, as partes envolvidas nestas diversas transações criam instrumentos e mecanismos de gestão (estruturas de

²⁹ Citado por PINHEIRO, Armando Castelar & SADDI, Jairo. 2005: p. 62.

governança) que tem por objetivo final economizar custos de transação que são inerentes a estes processos de trocas, uma vez que não há como se garantir que todas se processaram exatamente como desejado.

De uma maneira mais geral, já vimos que podemos conceituar os custos de transação como: os custos relativos ao funcionamento do sistema econômico (Arrow, 1969). Contudo, para que posamos entender como estes custos inicialmente impactam sobre o desenvolvimento das transações econômicas e como os agentes envolvidos nestas transações reagem formulando regras e mecanismos de governança é preciso que utilizemos uma definição que possa reduzir a amplitude do foco das nossas observações e que sirva como ponto de partida para o entendimento das questões mais complexas que surgem com os desdobramentos das transações e com a formulação dos contratos que as regulamentam. Assim, entenderemos custos de transação como “os custos de se negociar, redigir e garantir o cumprimento de um contrato” (Fiani, 2002: 269), tendo o contrato como unidade básica de análise.

2.2) O papel das Instituições Econômicas (IE).

Partindo dos pressupostos de que “instituições” representam as “regras do jogo” (North, 1994: 13) que estruturam e condicionam a interação social, econômica e política, que empresas, mercados e contratos são instituições econômicas (IE) e que o contrato é a sua unidade básica de análise, a TCT tem por objetivo entender como é possível reduzir custos ao minimizarmos os custos relativos ao processo de contratação dos recursos, uma vez que o conceito de “empresa” como uma “função de produção” (teoria neoclássica) passa a ser substituído ou, mesmo, incrementado, pelo conceito da empresa como uma “estrutura de governança”, ou seja, uma estrutura de gestão que busca coordenar estas diferentes transações. Desta forma, o principal propósito das IE passa a ser o de economizar custos de transação, uma vez que os custos de transação podem ser definidos não só pelo uso do mercado, mas também pelo uso de qualquer forma organizacional. Logo, qualquer questão que pode ser formulada como um problema de “contratação” pode ser investigado em termos de economia dos custos de transação.

Assim, ao analisarmos o processo através do qual o mercado de bolsa em nosso país passou a se organizar, principalmente, a partir do 2º trimestre de 1964, com as mudanças institucionais configuradas nas regulamentações que promoveram as transformações que deram origem à estrutura atual do nosso Sistema Financeiro Nacional (SFN), podemos identificar claramente os fundamentos da TCT na busca pela redução dos custos relativos ao processo de contratação e organização dos recursos. Iniciando-se com uma medida puramente institucional, a Resolução nº 39, de 10 de outubro de 1966, do Banco Central do Brasil, que promoveu a desvinculação das 27 bolsas de valores (distribuídas por todos os estados do Brasil e subordinadas aos governos estaduais, sendo compostas por corretores nomeados pelo poder público) da estrutura das secretarias estaduais de fazenda, e transformando estas “estruturas” ou “organizações” em associações civis, sem finalidades lucrativas, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial, passando a funcionar sob a supervisão de entidades auto-reguladoras compostas pelas sociedades corretoras de caráter privado, que substituíram a figura dos corretores nomeados pelo poder público, e por instituições públicas (BCB, inicialmente, e CVM, a partir de 1976) constituídas para regulamentar e supervisionar as transações realizadas nestes mercados, pois como apontado por Douglass North, (citado por PINHEIRO: 2005, p.63) as *“organizações são os jogadores. Elas são compostas de grupos de indivíduos que possuem o mesmo objetivo comum (como originalmente apontado por COASE, R., em 1937). Organizações econômicas são as firmas, sindicatos, cooperativas etc.; organizações políticas são os partidos políticos, legislativo, órgãos regulatórios...”*.

A partir desta nova estrutura institucional, se seguiu todo um processo de rearranjo das bolsas até então existentes e em operação no país, com a realização de fusões que buscavam dar as novas organizações um caráter regional, que era justificado pelos argumentos de busca de ganhos de produtividade com a expansão do número e do volume dos negócios e de melhora no desempenho operacional, em relação ao apresentado isoladamente, uma vez que as sinergias alcançadas promoveriam redução dos custos operacionais, privados, proporcionando uma melhor estrutura de funcionamento para as corretoras membros e seus clientes, permitindo a realização de suas transações a um custo mais baixo. Este movimento de concentração continuou a se realizar até o final da década de 1980, quando passaram a existir apenas nove bolsas de

valores em todo o país. Estrutura que se manteve até o final da década de 1990, quando a partir da implantação, difusão e consolidação dos sistemas eletrônicos de negociação, iniciou-se um novo processo de integração das bolsas brasileiras, impulsionado, novamente, pelos argumentos de redução de custos operacionais e ganhos com sinergias. Em 1990 a Bovespa inicia negociações no sistema de negociação eletrônica, implantando o CATS - Computer Assisted Trading System, um sistema eletrônico que funcionava em paralelo com o pregão convencional à viva voz, com o desenvolvimento dos sistemas eletrônicos é implantado, em 1997, a plataforma de processamento de informações “Mega-Bolsa”, uma inovação tecnológica que se constitui na base para implantação de um pregão integralmente por sistema eletrônico.

Em janeiro de 2000, são alteradas, mais uma vez, as normas que disciplinam e consolidam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores, através da Resolução nº 2.690 do CMN, de 28 de janeiro de 2000, passando a permitir que estas organizações pudessem ser constituídas como associações civis ou sociedades anônimas, sem, contudo, alterar a essência do seu objetivo social (Art. 1º): *“I) manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado pela própria bolsa, sociedades membros e pelas autoridades competentes; II) dotar, permanentemente, o referido local ou sistema de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações; III) estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e/ou valores mobiliários...”*.

Imediatamente, inicia-se uma nova fase de integração entre as bolsas brasileiras, onde, a partir do protocolo de intenções de integração do mercado nacional de valores mobiliários, firmado entre as nove bolsas em junho de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) passaria a ser a única bolsa brasileira a negociar ações, passando as demais instituições a atuarem exclusivamente como bolsas de fomento, desenvolvendo atividades que visassem promover e popularizar o mercado de capitais. Sendo que, de agosto de 2000 até o início de 2001, é realizado o processo de fusão operacional das demais bolsas com o sistema da Bovespa, integrando todas as operações diárias que eram feitas nos pregões destas bolsas, por suas sociedades corretoras membros (que

passaram a ser membros da Bovespa), ao sistema de processamento de informações da Bovespa, “*Mega Bolsa*”, que se constituía num sistema eletrônico de negociação, que tinha como características principais, dar maior agilidade, volume e redução de custos as transações realizadas nas bolsas. Assim, as atividades de negociação, compensação, liquidação e custódia de valores mobiliários, passaram a ser realizadas, exclusivamente, neste novo mercado integrado, administrado pela Bovespa e a CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia) – organização que foi criada pela própria Bovespa, em 1997, para funcionar como uma *clearing* do mercado de valores mobiliários, uma câmara de registro, compensação e liquidação.

Neste mesmo período, o mercado de bolsa de mercadorias e de futuros havia concluído o seu processo de integração rumo um mercado único para, principalmente, os negócios realizados com contratos derivativos, ou seja, contratos que não negociavam diretamente o ativo objeto (mercadoria agrícola, ativos financeiros, taxas), mas sim, variações no seu preço para uma data futura, uma vez que, em 1997, a BM&F já reunia todos os negócios que, anteriormente, eram realizados nas três bolsas de mercadorias e de futuros do país (BMSP, BM&F e BBF). Contudo, o mercado de bolsa de mercadorias “à vista” e com “entrega física” ainda se manteve relativamente pulverizado, uma vez que por apresentar características distintas do mercado futuro, dado que seus contratos são firmados para entrega da mercadoria (ativo objeto) ao preço fixado no ato da contratação, os mercados locais e seus participantes passam a assumir maior importância e a reunir características bem diferentes dos agentes envolvidos no mercado futuro de derivativos, onde os contratos são financeiros e, por isso, não há o interesse da entrega física da mercadoria, apenas a liquidação do contrato a partir do preço de fechamento para estas, apurando ganhos ou prejuízos.

No entanto, não é correto afirmar que o mercado de bolsa de mercadorias agrícolas ficou imune ao movimento de integração das bolsas no Brasil, uma vez que a partir do levantamento feito por MARQUES, ... [et al], 2008: 26, havia, até outubro de 2007, um total de 18 bolsas agrupadas na Associação Nacional das Bolsas de Mercadorias e Cereais (ANBM), que faz parte do Sistema Integrado de Bolsas Brasileiras (SIBB), que é parte da Bolsa Brasileira de Mercadorias, “*a qual é o resultado da união das Bolsas de Mercadorias de Goiás, Mato Grosso do Sul, Minas Gerais, Paraná, Rio Grande do*

Sul e (da cidade de) Uberlândia (MG), mais a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F)”, passou a ser controlada pela BM&FBovespa que detém uma participação correspondente a 50,12% do seu patrimônio social. Assim, até abril 2011, a Associação Nacional das Bolsas de Mercadorias e Cereais (ANBM), que é “uma sociedade civil sem fins lucrativos, criada em 23 de março de 2002, com a finalidade de promover, fomentar, assessorar, representar suas associadas, referente a comercialização em Bolsas de Cereais e Mercadorias espalhada por todo país”, passou a reunir apenas 9 bolsas³⁰:

- Bolsa de Mercadorias de Brasília – BBSB;
- Bolsa de Mercadorias do Centro-Oeste – BCMCO – Anápolis;
- Bolsa de Cereais e Mercadorias de Londrina – BCML;
- Bolsa de Cereais e Mercadorias de Maringá – BCMM;
- Bolsa de Cereais e Mercadorias do Estado de Mato Grosso – Cuiabá – BCMMT;
- Bolsa de Hortifrutigranjeiros, Cereais e Produtos Agropecuários do Estado de Pernambuco – Recife – BHCP;
- Bolsa Internacional de Mercadorias de Uruguaiana – BIMU;
- Bolsa de Mercadorias da Metade Sul - Pelotas – BMS;
- Bolsa Nacional de Mercadorias – Brasília – BNM.

Sendo que, a Bolsa Brasileira de Mercadorias, que também é uma associação civil sem fins lucrativos, passou a reunir as bolsas de mercadorias dos estados de Goiás, Mato Grosso do Sul, Ceará, Minas Gerais, Paraná e Rio Grande do Sul e da cidade de Uberlândia (MG), tendo como seu objetivo social, definido no site da BM&FBovespa, “desenvolver e prover o funcionamento de sistemas para negociação de mercadorias, bens, serviços e títulos, nas modalidades a vista, a prazo e a termo, viabilizando a formação de grande mercado nacional para commodities agropecuárias, com mecanismos modernos de formação de preços e sistema organizado de comercialização”. Se somado estas transação aos negócios realizados no Mercado BM&F, da BM&FBovespa, temos reunidos quase que a totalidade dos negócios em bolsa com mercadorias e ativos financeiros.

³⁰ Fonte: <http://www.anbm.com.br>

Desta maneira, ao considerarmos que as “estruturas de governança” podem ser divididas em três formas distintas de organização das transações econômicas (formas organizacionais), a saber:

1^a – “transações de mercado”, em que as transações ocorrem de maneira freqüente e repetitiva, onde não há necessidade de medidas que visem sustentar e garantir as relações entre as partes envolvidas, uma vez que, não sendo os ativos transacionados dotados de especificidades, os agentes envolvidos nas transações podem se mover com base nas suas próprias experiências, adaptando-se as transformações de acordo com suas necessidades – basicamente como ocorria no início dos negócios em bolsa, que eram realizados por agentes autônomos em praças públicas;

2^a – “diferenciadas” (ou *híbridas*), onde os ativos começam a apresentar algum grau de especificidade e, com isso, começam a surgir mecanismos de regulação e controle de forma moderada – que pode ser identificado na forma mais básica de bolsa de mercadorias, locais, que funcionam como organizações que têm, como em suas próprias palavras, o objetivo principal de prover o funcionamento de um sistema para negociação de mercadorias; e

3^a – “hierarquizadas”, onde as transações ocorrem dentro da empresa ou sob sua subordinação, em que os ativos são dotados de especificidades e, portanto, definidos a partir de critérios rígidos que os identifica de acordo com a necessidade da transação que se desenvolve (tipo, quantidade, pureza, características físicas – acidez, viscosidade, cor, peso, etc), com os agentes se relacionando de forma cooperativa e com coordenação e onde os contratos estabelecem os critérios a partir dos quais as transações devem se desenvolver, incluídos aí os critérios para a tomada de decisão em circunstâncias imprevistas ou não conhecida, definindo quem tem autoridade para agir, inclusive com os limites de sua competência.

Podemos afirmar que os agentes envolvidos nas transações devem, portanto, procurar identificar qual o “arranjo institucional”, ou seja, o meio pelo qual tais agentes podem atuar de forma cooperativa, que pode proporcionar os melhores resultados em termos de reduzir custos de transação, dado as características do ambiente institucional que se inserem, uma vez que não sendo meramente uma extensão do mercado, as firmas

podem se apresentar (se organizar) de diferentes maneiras (Williamson, 1996: 94), dado que o ambiente institucional fornece as regras que condicionam o aparecimento e a seleção das formas organizacionais que compõem a estrutura de governança.

Assim, tendo como referência as formas organizacionais descritas acima, podemos classificar a atual estrutura do mercado de bolsa de valores, mercadorias e de futuros no Brasil, a partir da constituição da BM&FBovespa, como uma estrutura de governança do tipo hierarquizada, sobretudo pelo intenso processo de regulamentação que constituiu seu ambiente institucional, que são as regras fundamentais que estabelecem a base para o desenvolvimento de todo sistema de negociação e de formulação para os direitos de seus contratos. Por este conjunto de regras legais e pelos acordos firmados, esta passou a se constituir na única bolsa em funcionamento a reunir os mercados de valores, mercadorias e futuros no país. Pois assumindo que estruturas deste tipo se apresentem como organizações que internalizam suas transações, operando em grandes e robustas estruturas organizacionais, que estabelecem variados e complexos controles administrativos e buscam dotar os seus ativos de um grande grau de especificidades, representadas pelos mais diferentes tipos de contratos, que buscam se adequar/responder as diferentes necessidades dos agentes envolvidos na transação, afim, principalmente, de minimizar possibilidades de comportamentos oportunistas e garantir o cumprimento integral de todas as regras (cláusulas) dos contratos.

A BM&FBovespa, formada em 2008, a partir do progressivo incremento nas relações contratuais em que se constitui a integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo³¹ e da Bolsa de Mercadorias & Futuros³², passou a ser esta estrutura principal de intermediação para operações no mercado a vista e de futuros, de mercadorias e valores mobiliários brasileiro, sendo a companhia que desenvolve, implanta e provê sistemas para a negociação de ações, derivativos de ações, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, derivativos financeiros, moedas à vista e commodities agropecuárias.

³¹ Que, desde 2001, já a reunia todo o mercado de valores mobiliários do país e a Bolsa Brasileira de Futuros do Rio de Janeiro.

³² A BM&F, que desde 1997 já era o principal centro de negociação de mercadorias e derivativos do país, a partir da fusão das nossas três principais bolsas de mercadorias e futuros: Bolsa Mercantil & de Futuros, Bolsa de Mercadorias de São Paulo e Bolsa Brasileira de Futuros.

Mas, esta não é uma relação de mão única onde somente as transformações ocorridas no ambiente institucional funcionam como elementos de mudança da estrutura de governança, pois as ações tomadas no âmbito das organizações de forma instrumental (para alterar regras relativas ao contrato) ou estratégica (para alterar as regras que coordenam suas ações) funcionam como elementos que tem como o objetivo mudar as “regras do jogo” e, com isso, modificar o ambiente institucional. Assim como a adoção de dois pressupostos comportamentais para a ação dos indivíduos também pode promover alterações no interior das estruturas de governança: os indivíduos são racionais, porém de modo limitado (apresentam capacidade limitada de processar as informações que são relevantes a transação) e agem de forma oportunista (com interesses particulares sobre a transação); pois como estes geram custos de transação podem, também, promover alterações nas instituições.

Como a atividade econômica não se restringe apenas aos custos que estão diretamente ligados ao processo de produção (transformação), que se realiza no interior das empresas, mas envolvem transações relativas a compra de matérias primas, contratação de trabalho e aquisição de insumos em geral, à medida que as relações entre os agentes se expandem e que os problemas de coordenação de suas ações emergem, os custos de transação se tornam cada vez mais complexos e custosos. Assim, ao reconhecermos a firma como “*um complexo de contratos*” que apresentam custos de funcionamento (Farina, 1997: 57), relacionados tanto ao ambiente institucional (as regras do jogo), quanto aos arranjos institucionais criados pelos próprios agentes econômicos para estruturar suas relações a fim de economizar em custos de transação, as instituições de governança, passamos a poder analisar este conjunto de questões de forma mais abrangente, expandindo nosso horizonte de análise para além dos custos de transformação e eficiência tecnológica no emprego dos fatores, e escapando da concepção que se generalizou a partir da tradição neoclássica de que a empresa é uma “*caixa preta*” (Williamson, 1985: 26) que contém todas as informações que são relevantes, sendo os custos relativos as transações que ocorrem em seu exterior irrelevantes para o entendimento do processo de geração de riqueza.

2.3) A Teoria dos Custos de Transação (TCT) e o papel das Instituições Econômicas (IE).

A contribuição da TCT para o estudo das instituições econômicas (empresas, mercados e contratos) se insere numa discussão maior que é relativa a busca de novos instrumentos para se entender as transações econômicas – como podemos realizar as transações responsáveis pelo processo de geração de riqueza de forma mais eficiente, ou seja, menos custosa – para além dos pressupostos microeconômicos tradicionais (neoclássicos) da empresa como uma função de produção.

Sua relevância se deve ao fato de que ao propor novas formas de análise do processo de geração de riqueza processados nas empresas e mercados (enfoque microanalítico), expande seu campo de análise para além das transações relativas a transformação de insumos em mercadorias ocorridas no interior das empresas, passando a entendê-las como estruturas formadas com objetivo de gerir um conjunto de atividades – estruturas de governança – de forma que realizem suas transações da maneira mais eficiente possível, ou seja, da maneira menos custosa. Para isso, trás as transações realizadas pelos diferentes agentes envolvidos no processo de geração de mercadorias (do fornecedor de matérias primas, aos funcionários, passando pelos órgãos governamentais) para o centro das discussões, verificando que todas estas transações ao se processarem se realizam na forma contratos firmados entre as partes, ou seja, acordos entre estes sobre o que se convencionou trocar, podendo ser formais (redigidos na forma de regras, leis e regulamentos) ou informais (costumes, hábitos, cultura), e assim, trazendo uma nova unidade básica de análise para o estudo das transações econômicas: os contratos.

Ao redefinir o enfoque que passará a adotar na análise do processo de geração de riqueza ocorrido entre os agentes econômicos e as unidades de produção, a TCT busca se aproximar do que acontece no “mundo real”, alterando três pressupostos básicos da Teoria Neoclássica: 1. simetria de informações, ou seja, da interpretação de que todos os agentes envolvidos no processo produtivo possuem plenos conhecimentos dos detalhes

que são pertinentes a transação, o que torna os custos relativos as transações entre os agentes desprezíveis, passando a adotar o enfoque da “*assimetria de informações*”, no qual se reconhece que os agentes não só não possuem condições de conhecer plenamente todas as informações relativas ao desenvolvimento das transações, como não possuem condições de processar todas as informações que conseguem obter, ou seja, as informações são assimétricas e a racionalidade dos agentes é limitada; 2. comportamento racional dos indivíduos, que buscam o melhor para si, mas de acordo com regras, passando a reconhecer o “*oportunismo*” como a regra do comportamento humano, onde as pessoas podem esconder ou distorcer informações, para enganar os outros em benefício próprio, só respeitando as regras se isto lhe convier; e 3. ausência de custos (custo zero) na transferência de recursos de uma atividade para outra, dado que os ativos não são específicos, na TCT assume-se que os “*ativos são específicos*”, ou “*especificidade*”, dado que ativos de uso genérico (não específicos) são muito difíceis de serem encontrados na prática e quando encontrados são pouco relevantes, uma vez que cada agente busca atribuir cada vez mais especificidade aos seus ativos como forma de garantir maiores retornos com base em suas características ou atributos.

Assim, a teoria dos custos de transação (TCT) ao elaborar “um conjunto de hipóteses que tornam os custos de transação significativos: racionalidade limitada, complexidade e incerteza, oportunismo e especificidade dos ativos” (Fiani, 2002: 269); demonstra a relevância da análise dos custos de transação para o entendimento e a explicação dos sistemas produtivos, uma vez que ao estudar como parceiros em uma transação buscam proteger-se dos riscos associados às relações de troca, demonstra como a busca da redução destes riscos pode resultar na redução dos custos de transação que é um elemento de eficiência determinante na concorrência entre empresas.

Como boa parte destes riscos se deve ao fato do reconhecimento de que as transações se processam em ambientes onde não é possível se prever com exatidão todos os eventos que podem interferir nos acordos feitos entre as partes (contratos), o mercado financeiro fornece elementos de sobra para aplicação do instrumental de análise da Nova Economia Institucional, partindo desde o esforço dos agentes públicos em construir um arcabouço legal que desse validade e condições de funcionamento aos arranjos institucionais desenvolvidos pelos próprios agentes econômicos, que representa o

ambiente macroanalítico das “*regras do jogo*”, passando pelos sucessivos arranjos que culminaram na atual estrutura do mercado de bolsa, representado pela BM&FBovespa e pelo conjunto de unidade econômicas que administram e regulamentam (definem as regras que deverão ser cumpridas por todos aqueles que desejam participar) suas transações, e, chegando até o conjunto de instrumentos que foram criados para permitir o desenvolvimento das transações de forma mais segura e ao menor custo, os contratos de negociação, que reúnem os direitos contratuais e de propriedade que servem como as regras em cada transação específica e que ajudam a poupar em *custos de transação*.

Em estruturas compostas por diferentes instituições, que funcionam a partir de regras próprias e com instrumentos de negociação, com ou sem padrões definidos individualmente, as condições de complexidade e incerteza se fazem presentes de forma muito mais intensa, o que traz a possibilidade do surgimento de atitudes oportunistas (busca da obtenção ou ampliação de lucros, em virtude destas assimetrias) por parte dos agentes envolvidos nas transações, o que acaba por criar problemas na formulação, estabelecimento, execução e renovação dos contratos, levando, conseqüentemente, a elevação dos custos de transação. Contudo, como os agentes envolvidos nestas transações não agem de forma passiva a estas possibilidades de eventos adversos ou mesmo de redução ou perda de seus lucros, pois estas são situações indesejáveis, estes buscam formular mecanismos e estruturas de governança que restrinjam, minimizem e, até, se possível, eliminem estes riscos. O que serve, portanto, como argumento para validar todo o processo de construção institucional que resultou na BM&FBovespa, dado que a Nova Economia Institucional procura identificar qual a melhor forma de organização das transações econômicas, cuja configuração altera as condições iniciais para a alocação de recursos, e permite a identificação das formas organizacionais (em geral, firmas, contratos, mercados) que melhor cumpra esta função.

Contudo, a relação entre a teoria institucional e as intervenções do setor público, através de política pública ou de *organizações públicas* (ZYLBERSZTAJN, 2005: p. 45), ainda é uma questão controvertida, uma vez que, como apontado por Douglass North, “mercados políticos tendem a ineficiência”, mas, por outro lado, mecanismos de intervenção que busquem criar condições para que os agentes desenvolvam suas transações de forma mais segura, como as que possibilitaram as bolsas criarem suas

câmaras de compensação, que criem novos instrumentos que viabilizem mais linhas de financiamento, como a lei que instituiu as CPR's (Cédulas do Produtor Rural), a partir de 1994, e com menores custos de transação, com a integração do sistema de negociação de títulos do agronegócio ao Sistema de Registro de Custódia de Títulos do Agronegócio (SRCA), a partir de abril de 2003, que é um sistema da BM&FBovespa reconhecido e autorizado pelo Banco Central, podem ser identificados como intervenções que promovem o crescimento por meio da competitividade sustentável de suas organizações.

Há, ainda, uma forte influência do que Williamson (PINHEIRO, 2005: p. 64) chama de “ordenamento privado”, ou seja, das regras e práticas infralegais ou mesmo informais que incentivam a correta execução de contratos. Sendo assim, verificamos que as estruturas de governança podem se apresentar de diferentes formas a partir do contexto institucional que se apresente, uma vez que as formas de se organizar todas as atividades que compreendem as funções que devem ser desenvolvidas pela firma/companhia/organização é uma resultante das possibilidades de interação destas partes no ambiente institucional, onde a forma organizacional adotada é uma variável de escolha que deve se ajustar a configuração presente na estrutura de custos de transação.

Tendo as especificidades dos ativos como um dos atributos mais importantes a serem considerados quando da definição das estruturas de governança, a possibilidade de transações que envolvam um grau elevado de comprometimento entre as partes, que tornem os envolvidos nestes contratos de tal forma interdependente, dado a especialização dos ativos, os obrigam a criar mecanismos próprios de governança. São os casos de transações envolvendo ativos específicos, que por serem transações que ocorrem em pequeno número (Fiani, 2002: 271) devido ao fato de somente um número limitado de agentes estarem habilitados ou em condições de participar, as possibilidades de atitudes oportunistas se fazem mais presentes. Trata-se, nestes casos, de situações que envolvem a perda de valor a que está sujeito um ativo, quando utilizado fora da transação previamente definida. A especificidade será tanto mais alta quanto menor a possibilidade de uso alternativo dos ativos.

A BM&F Bovespa S.A., Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, ex-Nova Bolsa S.A., é uma a sociedade empresária incorporadora da Bovespa Holding S.A. e da Bolsa de Mercadorias & Futuros - BM&F S.A., de acordo com deliberação da Assembléia Geral Extraordinária realizada em 08 maio 2008.

Estrutura Organizacional da BM&FBovespa:

BM&FBOVESPA (*A Nova Bolsa*)

BBM - BM&F USA - BVRJ - BANCO BM&F - BSM

BBM - Bolsa Brasileira de Mercadorias - por intermédio de sua controlada, a Bolsa Brasileira de Mercadorias, a BM&FBOVESPA viabiliza a comercialização de produtos agropecuários e atua na prestação de serviços para o setor público por meio do sistema de licitação eletrônica e para a iniciativa privada na aquisição de bens e serviços.

BANCO BM&F - com atividades restritas às operações realizadas e/ou registradas nos ambientes de negociação da Bolsa, os serviços de liquidação do Banco BM&F responderam por R\$3,4 milhões em 2008.

BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado (BSM) - é responsável pela fiscalização das operações e das atividades dos participantes do mercado e dos agentes de compensação e/ou custódia perante a CBLC, bem como pela administração do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP).

Commodities

O mercado de derivativos agropecuários totalizou 3,2 milhões de contratos em 2008, incremento de 47,7% em relação ao ano anterior, quando foram negociados 2,2 milhões de contratos. O volume financeiro foi superior a R\$81 milhões, crescimento de 75% comparado a 2007.

O mercado de boi gordo consolidou-se como o maior contrato agropecuário da BM&FBOVESPA, responsável por 52% do volume, com 1,7 milhão de contratos negociados, ante 940 mil contratos no ano anterior.

O café arábica somou 838 mil contratos, contra 808 mil em 2007. A soja movimentou 292 mil contratos, ante 196 mil; e o milho, 407 mil contratos, contra 208 mil em 2007.

Ao final do último pregão de dezembro, os mercados agropecuários registraram 69,5 mil posições em aberto.

O mercado de boi gordo foi responsável por 52% do volume agropecuário, com 1,7 milhão de contratos negociados.

CORRETORAS PARTICIPANTES

A BM&FBOVESPA contava, ao final de 2008, com 142 corretoras, sendo 82 de valores e 66 de mercadorias. Destas, 36 são detentoras de selos de qualificação, distribuídos pelo PQO – programa de qualificação do segmento BM&F que também está sendo aplicado ao segmento Bovespa.

CAPÍTULO 3.

A BM&FBOVESPA E OS NOVOS INSTRUMENTOS DE FINANCIAMENTO PARA AGRICULTURA

3.1) Período de mudanças nos instrumentos de financiamento agrícola

Os instrumentos de política agrícola que se destinam ao financiamento das atividades produtivas e comerciais do setor agrícola contemplam estratégias de atuação que vão desde a intervenção direta por parte dos agentes governamentais, privilegiando determinados atores e atividades, passando pela indicação das linhas mais gerais de atuação para os diferentes participantes do setor, até a ausência de regras claras para a atuação em algumas atividades não assistidas. Estas formas de atuação, que oscilam entre a intervenção plena e privilegiada para alguns e à ausência de participação por parte dos poderes constituídos, é um dos traços marcantes das políticas públicas destinadas ao setor agrícola.

O tema do financiamento para agricultura vem sendo tratado de forma mais detalhada e cuidadosa desde a década de 1960, já nas décadas anteriores, problemas de abastecimento interno e, principalmente, perdas crescentes de competitividade de nossos principais produtos para exportação, os produtos de origem agrícola, impulsionaram ardorosos debates sobre o papel que este setor deveria assumir em nossa economia, mas o acirramento desses problemas nas décadas posteriores fez com que o período pós década de 1960 se constituísse num marco para aqueles que se dedicam a esse tema.

Transformações político-institucionais marcaram de forma bastante contundente os rumos pelos quais as políticas setoriais para a agricultura foram sendo traçadas nos anos que se seguiram a segunda metade da década de 1960, mas ao mesmo tempo em que estas transformações sopravam fortes para uma direção, mudanças sucessivas em seu comando político as colocava em novos rumos, e essas idas e vindas foram se processando até a primeira metade da década de 1990, quando, inseridos em um novo ambiente político-institucional, os integrantes do setor agrícola começaram a se posicionar contra as agudas instabilidades no gerenciamento e na implementação das políticas para o seu setor, que desde a segunda metade da década de '80 já vinha apresentando um forte agravamento em seu quadro estrutural, apresentando uma grave crise produtiva, financeira e social³³.

No contexto desta crise emergem com força um conjunto de propostas que já vinham sendo debatidas, desde o início da década de oitenta, por profissionais do mercado financeiro e por professores e pesquisadores de instituições públicas, pois com o acirramento da crise energética, no início desta década, e com o agravamento do quadro financeiro internacional, já na sua segunda metade, a retomada de um programa de financiamento baseado em recursos internacionais de baixos custos financeiros e de fluxo abundante era, neste novo cenário, impossível.

Temos assim, no final da década de oitenta, início da década de noventa a construção de um novo cenário financeiro internacional, marcado fortemente pela crise de confiança que se abateu sobre os agentes financeiros das grandes potências, as quais se encontram na posição privilegiada de serem as grandes detentoras destes recursos. Com isso, não apenas diminuíram os fluxos dos recursos, como também os seus custos de captação, o que só veio à contribuir para o aumento do endividamento internacional.

Interessa-nos, portanto, apresentar aqui os instrumentos de política agrícola que se constituem nos alicerces deste momento atual de transição, *no qual está se gestando um novo modelo de intervenção planejada cuja a natureza, modo de funcionamento e*

³³ A respeito desse período, das mudanças que foram sendo processadas, e suas conseqüências existem diversos e excelentes trabalhos publicados, dos quais posso destacar o de Delgado (1985), Leite (1998) e Delgado (1998), entre outros.

*configuração é bastante distinta do modelo anterior cristalizado no Sistema Nacional de Planejamento Agrícola dos anos 1960*³⁴.

- Plano de Safra 1994/95.

O Plano de Safra Anual se constitui no principal instrumento de planejamento formulado pelo Governo Federal, é neste documento que se encontra consolidado as principais medidas que cada governo pretende aplicar a cada ano agrícola. Sendo publicado em geral à véspera do início do calendário agrícola, este pode ter suas medidas modificadas automaticamente pelo governo, *não se constituindo, portanto em compromissos seguros que possam orientar as decisões dos produtores*³⁵.

A partir do plano de safra 1994/95, temos o delineamento das medidas que passariam a nortear a política agrícola para o novo governo, que além de buscar se adequar ao novo cenário financeiro internacional e ao seu discurso liberalizante para o comércio entre as nações, e de vir de um longo período de instabilidades inflacionárias internamente, baseia-se num novo quadro de estabilização econômica com índices inflação próximos a zero, tendo como parâmetro o comportamento de uma economia estável com moeda forte.

As ações que o Governo imediatamente anterior já vinha empreendendo em sua política macroeconômica de diminuição gradativa de sua intervenção na economia, ficaram mais evidentes neste primeiro plano de safra do “real”, pois seguiam no sentido de dar maior liberdade de ação ao setor privado, reduzindo ao mínimo a interferência dos organismos ligados ao aparato estatal. Contudo, estas ações ao mesmo tempo que apontavam no sentido de dar maior liberdade de participação aos agentes privados de financiamento, também acenavam com a retomada e o fortalecimento de uma estratégia que havia sido abandonada desde o governo de 1962: o aprofundamento do processo de reforma agrária e a criação e o desenvolvimento de programas destinados ao fortalecimento dos produtores de baixa renda.

³⁴ BUAINAIN, 1998, pag. 05.

³⁵ Idem.

Neste sentido, ao mesmo tempo em que o Estado estimulava a participação de agentes privados nos negócios do setor agrícola, ele voltava a participar ativamente neste setor através de políticas específicas de fomento para um importante e desprivilegiado segmento da agricultura a muito tempo esquecida. A diferença, neste caso, reside exatamente no fato que acredito ser preponderante para o bom desenvolvimento de qualquer política pública: a sua capacidade de ser discriminatória. Pois, ao lidarmos com a formulação de políticas macroeconômicas que se destinam a atender grupos distintos de atores, nas mais diferentes condições e setores, devemos buscar desenvolver instrumentos que possam ser aplicados de acordo com as necessidades de cada setor, atendendo suas demandas de acordo com as suas realidades.

Trataremos, portanto, de uma parte bem definida dos instrumentos de financiamento para a agricultura, que foram sendo desenvolvidos nos anos posteriores a 1995, para se adequarem a esta nova forma de atuação do Estado em segmentos específicos do setor agrícola, a saber, os segmentos mais integrados ao mercado privado.

Na primeira parte deste trabalho descreveremos as alterações que foram sendo introduzidas nos já tradicionais instrumentos de financiamento para torná-los menos dependentes dos recursos públicos e mais articulados com os demais agentes de comercialização e financiamento. Em seguida, trataremos das inovações que foram sendo introduzidas a partir desta nova orientação da política agrícola nacional, e que se constituirão nos principais objetos deste estudo, que tem na busca de recursos fora das esferas governamentais o seu ponto marcante de distinção sobre seus predecessores.

3.2) Redefinindo os Instrumentos tradicionais

Os instrumentos mais tradicionais de nossa política agrícola estão voltados para as condições mais diretas de produção e comercialização através de políticas de crédito, estoques, preços mínimos e seguro de safra, seja com o Sistema Nacional de Crédito

Rural (SNCR), a Política de Garantias de Preços Mínimos (PGPM), o Proagro e os sistemas de armazenamento e abastecimento (CONAB, CIBRAZEM, COBAL etc.)³⁶. Todos estes foram gestados num período de grande liquidez internacional, e foram pródigos no fornecimento de recursos e facilidades para os produtores agrícolas que estavam inseridos em seus critérios de qualificação e enquadramento.

Com as mudanças que foram se processando no cenário financeiro internacional estas políticas/instrumentos se tornaram insustentáveis, não só pelo escasseamento e encarecimento dos recursos disponibilizados para o financiamento agrícola, como também pelas distorções que foram sendo evidenciadas com o seu desenvolvimento.

Desvios de finalidades e não cumprimento das condições dos empréstimos, criaram um complicador a mais que ficou conhecido como “risco moral”, este tornou a disponibilização de recursos para as atividades de custeio da produção, investimentos e comercialização agrícola ainda mais difíceis, do mesmo modo a fixação de preços mínimos que não atendiam as necessidades dos produtores e que não eram suficientemente abrangentes para uma agricultura tão diversa como a nossa, além, é claro, de um sistema de seguro inadequado e de uma estrutura de armazenamento deficitária, fizeram com que estes instrumentos chegassem a um ponto de total exaustão já no final da década de 1980.

As primeiras alterações no sentido de buscar maior participação dos agentes privados foram sendo introduzidas através da PGPM, que já vinha atuando fortemente na composição dos estoques reguladores governamentais, tanto com o AGF (Aquisições do Governo Federal), como com EGF-cov (Empréstimos do Governo Federal com opção de venda), sendo o próprio fortalecimento deste último instrumento uma sinalização das mudanças que estavam por vir, já que este tipo de empréstimo embutia uma nova forma de relacionamento entre os produtores agrícolas e os agentes financeiros, onde os primeiros adquiriam o direito de saudar suas dívidas com a entrega física de seu produto, até o limite de suas dívidas, no caso de a comercialização direta ser menos interessante que a entrega física do produto para o governo.

³⁶ O SNCR teve sua lei regulamentada em 1965, as regras de estocagem e da PGPM foram estabelecidas em 1966 e o Proagro foi criado em 1973.

Com esta política e com medidas como a “equivalência-produto” no crédito rural (Plano de Safra 1993/94) os estoques governamentais que deveriam ter um caráter meramente regulatório e de segurança alimentar passaram a se constituir num grave empecilho, não só pelos problemas de perdas e ocasionais desvios de produtos gerados pelo excesso de estoques em seus silos e armazéns, mas também pelo desestímulo que estas causavam a atuação de empresas privadas neste importante mercado - peça fundamental na formação dos preços agrícolas.

As vendas dos excedentes passaram cada vez mais a não atender os critérios fundamentais deste tipo de política setorial, os de sazonalidade da oferta e de eventuais problemas de abastecimento dos produtos, passando a atuar como instrumento de controle macroeconômico em resposta a eventuais pressões inflacionárias.

Com a implementação do mecanismo de “Preço de Liberação dos Estoques (PLE), que funciona como o “preço de intervenção”, introduzido inicialmente em 1988, se define um nível de preço a partir do qual o governo pode liberar os seus estoques, desta forma estabelecesse um intervalo no qual o preço dos produtos atendidos pela PGPM podem oscilar, criando um sistema de bandas para a flutuação dos preços onde a base é o preço mínimo e o topo é o PLE, desta forma institucionaliza-se um parâmetro claro para a prática do governo nestes mercados e criam-se condições mais estáveis de participação para os agentes privados.

Neste início de processo de reestruturação das políticas públicas destinadas ao financiamento do setor agrícola o EGF passou a desenvolver o papel de instrumento precursor das mudanças, modalidades como o EGF *especial*, criado em 1992, que visava transferir para o produtor a tarefa de carregar os estoques de um ano para o outro através do alongamento dos prazos do empréstimo e com a adoção de um “prêmio de liquidação” para os produtores que vendessem seus produtos no mercado aos preços vigentes, passando o governo a pagar a estes apenas a diferença entre o preço obtido e o preço mínimo, começou a intensificar a participação do setor privado no armazenamento, diminuindo os custos com aquisições e estocagem dos produtos agrícolas.

Seguindo a esta tendência parte do sistema de crédito rural passou a contar, a partir do Plano de Safra 1994/95, com recursos equalizáveis do sistema financeiro, a “equalização” funcionaria como uma garantia adicional onde no caso dos produtos financiados não atingirem os preços necessários para saldarem seus débitos, estes poderiam ser convertidos em EGF-cov, serem comercializados sob a forma de “prêmio de liquidação”, ou serem adquiridos diretamente para comporem o estoque governamental através do AGF.

Com a consolidação da estabilidade macroeconômica no ano de 1995, é atendida uma tradicional reivindicação do setor agrícola, a adoção de taxas fixas para o cálculo dos financiamentos, abolindo-se a TR no crédito rural, a equivalência produto e mantendo a mesma política para os preços mínimos.

Mas é com a “securitização” das dívidas dos produtores agrícolas que se busca contornar a grave situação de liquidez deste setor. Com um grande passivo nas mãos do sistema financeiro, a grande maioria destes produtores encontravam-se em situação bastante desfavorável para obtenção de novos empréstimos, o caminho encontrado foi a reestruturação destes débitos a partir do parcelamento e revenda destas dívidas, nesta operação os credores renegociam suas dívidas com outros agentes, transformando estas dívidas em títulos que pagam certa remuneração em juros, recebendo parte dos recursos emprestados originalmente e pulverizando seu risco entre os demais agentes financeiros. Assim, os devedores recobram parte de sua capacidade de endividamento e os credores parte de seus recursos.

De qualquer forma as limitações financeiras do Tesouro Nacional, dado o aumento dos custos da dívida interna com a implementação de uma política monetária restritiva e a adoção de taxas de juros reais para a política de controle inflacionário e a sustentação da estabilidade macroeconômica, fizeram com que a partir da safra 1996/97 se suprimisse o EGF-cov do rol de instrumentos para a gestão da política agrícola, eliminando-se com isso o mecanismo central de articulação da antiga política que vinculava o empréstimo de custeio contratado antes do plantio ao empréstimo de comercialização e a liquidação da dívida por meio da entrega física ou do seu pagamento, transferindo para a política oficial o risco de preço da atividade agrícola.

Torna-se necessário modelar novos instrumentos que garantam a continuidade da produção, a regularidade do abastecimento e o balizamento de preços destes produtos que por participarem de forma direta ou indireta da estrutura de custos de toda e qualquer atividade, não podem prescindir de uma política clara de atuação. Contudo isto não significa necessariamente que devemos descartar todo um conjunto de instrumentos que vêm sendo empregados por mais de trinta anos, mas sim que se faz necessário reavaliá-los a luz das novas condições da economia nacional.

Os discursos em prol de um mercado livre de barreiras mundialmente podem não só estar atendendo aos poderosos interesses comerciais das corporações internacionais, como também podem estar respondendo aos anseios de uma estrutura governamental saturada e esgotada por décadas de forte intervenção e participação nos mais diferentes setores da economia.

O Estado passaria a atuar, neste novo cenário, como um organismo regulatório responsável pela criação de um ambiente institucional favorável e pela garantia das condições mais gerais de desenvolvimento do setor, tais como infra-estrutura de transportes, informação de mercado, regulamentação e controle fito-sanitários, de qualidade e padronização, desenvolvimento e difusão tecnológica, treinamento; além disso as ações do setor público se concentrariam nos setores mais frágeis e na superação do grave problema da pobreza rural, redefinindo integralmente o seu papel.

Tendo redefinido a sua forma de atuação nos diferentes segmentos do setor agrícola, direcionando aqueles mais modernizados, integrados e capitalizados para uma estrutura de financiamento que busque maior relacionamento com o mercado privado de recursos³⁷, o Estado passa a atuar como articulador de políticas que aprofundem este relacionamento entre produtores e mercado, passando a exercer papel mais ativo nos segmentos menos capacitados de nossa agricultura e por isso mesmo mais carente de políticas públicas de apoio e desenvolvimento produtivo e social.

³⁷ Com a Resolução n. 2.148 de 1995 e posteriormente a 2.483, que ficaram conhecidas no mercado como “63 *caipira*”, o governo dá as indústrias, exportadores e demais agentes privados a capacidade de tomar recursos no exterior a custos bem menores que os nacionais para financiar os produtores agrícolas.

3.3) Integrando-se ao mercado privado

Quando o Governo Federal começou a implementar sua política de retirada gradativa das atividades de financiamento direto dos segmentos mais modernizados e tradicionais da agricultura, os protestos foram imediatos e muito fortes, afinal tratava-se de um dos mais importantes segmentos de nossa economia, responsável, ainda hoje, por grande parte de nossa pauta de exportação e pela obtenção de saldos comerciais positivos em nosso balanço comercial, os quais, permitiram durante estes anos de economia do “real” que os resultados macroeconômicos do país fossem menos negativos³⁸. A redução drástica que ocorreu nos recursos destinados ao financiamento destas atividades a partir do ano de 1989, permaneceu como tendência nos anos subsequentes, contudo, de forma menos acentuada, dando uma sinalização bem clara aos antes principais beneficiários destes recursos, os médios e grandes produtores mais modernizados.

O que tem sido feito para manter uma capacidade mínima de intervenção por parte do governo e reordenar os instrumentos e as práticas de financiamento no setor agrícola, é o uso combinado dos instrumentos antigos que ainda estão em vigor, como o AGF e o EGF-sov (sem opção de venda), com estratégias de obtenção de recursos junto ao mercado privado e a busca de uma maior participação dos agentes financeiros nos negócios agrícolas, tendo como objetivos básicos a sustentação dos preços mínimos aos produtores e principalmente, através de expedientes menos intervencionistas, regularizar os fluxos de comercialização dos produtos agropecuários.

A comercialização é o segmento dos negócios agrícolas que mais tem apresentado transformações, não só pelo fato de que neste segmento os empresários distanciam-se dos aspectos estruturais da produção agrícola, mas também por ser neste segmento onde se consegue obter maior agregação de valor aos produtos³⁹. Desta forma afastam-se dos

³⁸ O PIB brasileiro apresentou queda real após os efeitos da desvalorização cambial iniciada em 1998, tendo sua cotação em dólar caído em 1999 algo em torno de 28,2% em relação ao ano anterior, segundo dados fornecidos pelo Banco Central do Brasil.

³⁹ Sobre as especificidades da produção agrícola ver Aidar, et al, 1981, Sorj & Wilkinson, 1983 e mais recentemente Leite, 1998; entre outros.

riscos intrínsecos desta atividade e potencializam a sua capacidade de obterem lucros crescentes.

- EGF-*indústria*.

Ativado em 1996, *seu funcionamento é simples na medida em que vincula o EGF-*so* concedido às indústrias processadora interessadas, à comprovação da compra do produto amparado pelo preço mínimo (ou acima)*⁴⁰, representando uma modalidade de financiamento aos beneficiadores das matérias-primas agrícolas que garante a sustentação dos preços mínimos.

Os recursos aplicados nesta modalidade de EGF são originários quase que integralmente do sistema bancário privado, uma vez que os financiamentos são dados as indústrias e não aos produtores, o que reduz os riscos de inadimplência e os custos das operações. O Governo Federal assume neste instrumento uma posição passiva, pois sua utilização depende da iniciativa das indústrias e dos agricultores interessados no negócio, não tendo, portanto, qualquer participação, a não ser a fixação do preço mínimo do objeto da transação.

“A vantagem do tomador do financiamento encontra-se no acesso a recursos do crédito rural de custo bastante atraente. Os benefícios da política agrícola estão na utilização de um agente interveniente na sustentação dos preços mínimos, desobrigando em muitos casos a aquisição direta pelo próprio Governo Federal, como também criar condições objetivas para uma parceria profícua entre produtor e indústria.”⁴¹.

⁴⁰ Turra, 1997, pag. 35.

⁴¹ Idém.

- Contrato de Opção.

Antes de apresentarmos as formas como os “contratos de opção” foram sendo incorporados ao conjunto de instrumentos da política agrícola brasileira, é necessário esclarecermos alguns pontos básicos sobre este mercado.

Derivativos

Um contrato de opção é chamado de derivativo por ser um título financeiro que tem seu preço e seu comportamento *derivado*, determinado, pelo mercado de outro ativo real (café, ouro, etc) ou financeiro (ações, taxas de juros, etc), podendo ainda ser desenvolvido instrumentos para quaisquer dos fatores que podem interferir no comportamento dos mercados, como por exemplo derivativos relacionados ao comportamento do clima⁴², a estes ativos chamamos de *ativo objeto*.

No mercado de derivativos, negociam-se contratos com vencimento e liquidação física - através da entrega do produto objeto do contrato; ou financeira - através do pagamento em moeda corrente; numa data futura - estipulada - e por um preço determinado. Os objetivos dos compradores e vendedores destes contratos está na minimização dos riscos de mercado inerentes a atividade econômica à que se destinam, podendo ser na produção de bens, na geração de serviços⁴³, bem como no próprio setor financeiro.

Contrato de Opção

Os contratos de opção como o próprio nome alude tratam da negociação de uma decisão futura, a de *optar* ou não em agir - *exercer* - de acordo com o que está estipulado no contrato que foi firmado entre as partes. Como em toda

⁴² Estes são negociados na Bolsa de Chicago, EUA (CME) e na Bolsa Internacional de Futuro e Opções de Londres, Inglaterra (LIFFE).

⁴³ Este segmento é um dos grandes interessados, por exemplo, nos derivativos relacionados ao clima.

transação comercial há, no mínimo, duas partes, o vendedor e o comprador, mas como este é um instrumento que acorda condições para uma data futura seus participantes poderão ou não concluírem a operação de que trata o *contrato*.

Ao vendedor do contrato chamamos de *lançador* e ao seu comprador chamamos de *titular* (ver quadros abaixo), este último podendo transferir a sua titularidade para outros que desejarem adquirir o contrato de que está de posse, desde que paguem o preço no qual o contrato está sendo negociado no momento, para isso é necessário que exista um mercado secundário para negociação destes títulos, ou seja, que existam compradores que estejam interessados em obter estes títulos por considerarem que seus preços ainda não estejam definidos, assumindo a posição de tomador secundário destes, estes operam, atuam, especulando em busca de ganhos financeiros nos diferenciais de preços destes títulos, e a estes chamamos de especuladores, que são fundamentais para darem liquidez (volume de operações) ao mercado.

Quadro 1: Participantes x Formas de Atuação

Participantes	Tipo de opção	Formas de Atuação
Lançador	de compra (<i>Call</i>)	vende ao titular o direito deste comprar dele o lote fixado do ativo objeto pelo preço de exercício
	de venda (<i>put</i>)	vende ao titular o direito deste vender a ele o lote fixado do ativo objeto pelo preço de exercício
Titular (podendo atuar como especulador)	de compra (<i>Call</i>)	compra do lançador o direito de comprar deste o lote fixado do ativo objeto pelo preço de exercício
	de venda (<i>put</i>)	compra do lançador o direito de vender a ele o lote fixado do ativo objeto pelo preço de exercício

Os contratos de opções podem ser de dois tipos: opção de compra (*call*) e opção de venda (*put*). Nos primeiros o titular vende por um dado preço,

chamado de *prêmio*, o direito à alguém comprar dele determinada quantidade, *lote padrão*, do *ativo objeto* do contrato a um dado preço, conhecido como *preço de exercício*, numa determinada data limite, chamada de *data de exercício*. Já nos outros, o lançador vende ao titular por um prêmio o direito deste vender a ele um determinado lote padrão de um ativo objeto qualquer a um preço de exercício na sua data de exercício (no nosso caso trataremos apenas do modelo europeu, onde assim como nos contratos adotados em nossa Política Agrícola, as opções só podem ser exercidas nas datas de vencimento).

Quadro 2: Características dos Contratos de Opção

Característica:	Descrição:
Prêmio	valor monetário recebido/pago pela venda da opção
Ativo objeto	ativo real ou financeiro de que trata o contrato, podendo ser também algo que afete o seu mercado de atuação
Lote padrão	quantidade do ativo objeto fixada em cada tipo de contrato
Data de exercício	data de vencimento do período de vida do contrato
Preço de exercício	preço a ser pago na data de exercício da opção pelo lote padrão do ativo objeto negociado no contrato

Estas posições não são de forma nenhuma fixas, pois nada impede que um lançador de um tipo de opção se torne titular em outra, alias isto é até recomendável, pois no mercado de opções o risco de que o contrato não seja honrado é corrido exclusivamente pelo lançador, que arca integralmente com as garantias. Assim este deve se proteger (fazer um *hedge*) contra as possíveis oscilações em seu mercado, assumindo uma posição oposta a que lançou.

Após esta breve apresentação dos conceitos mais elementares do mercado de opção, passemos para este tipo de operação formulada no contexto da política agrícola para a safra 1996/97.

Os “contratos de opção” lançados pela CONAB, juntamente com um conjunto de medidas que retirou o EGF-cov da PGPM, tinha por objetivo principal *propiciar uma garantia de preços que não estivesse necessariamente associada a um dispêndio imediato de recursos*⁴⁴. Seus participantes adquirem as opções de venda (*put*) lançadas pela CONAB e com isso garantem o direito de venderem seus produtos a um preço previamente determinado - ao preço de exercício. O benefício está nesta antecipação do nível mínimo de preço que o titular assegura para a época do vencimento do contrato.

- Prêmio para Escoamento de Produto (PEP).

Inserido dentro do Programa de Escoamento da Produção de trigo, no segundo semestre de 1996, este mecanismo foi concebido como um instrumento alternativo à AGF, para ser capaz de garantir a sustentação do preço mínimo sem a necessidade de formação de estoques por parte dos agentes públicos.

O governo coloca em leilão público um crédito para que o arrematante adquira o produto ao preço mínimo, sendo o crédito no valor da diferença entre este e o preço praticado no mercado. Assim, promove-se a entrada deste produto no mercado, sem a necessidade de adquiri-lo pelo valor integral do preço mínimo, nem incorpora-lo aos estoques públicos.

- Cédula do Produtor Rural (CPR).

Este pode ser considerado o instrumento de política pública desenvolvido para o financiamento da agricultura mais próximo dos praticados pelos agentes privados. Constituindo-se num título privado emitido por produtores e/ou cooperativas de produtores agrícolas que estejam interessados em captar recursos junto aos setores de processamento e comercialização.

⁴⁴ Resende, 1999, pag.34.

Ao contrário dos demais instrumentos comentados anteriormente, a CPR⁴⁵ garante ao produtor além da possibilidade de se obter um preço superior ao mínimo fixado para o seu produto, a oportunidade de se captar empréstimos mediante a promessa de entrega futura do produto - entrega física. Contudo, ao assumir o papel de lançador destes contratos futuros o(s) produtor(es) deve também contratar uma fiança junto ao sistema financeiro para lhe dar uma garantia adicional, contudo, segundo dados da CONAB e da Gazeta Mercantil, isto representa um custo extra que inviabiliza financeiramente muitas dos possíveis lançamentos⁴⁶.

São títulos cambiais, que permitem a transferência para outro comprador, por endosso, permitem ao emitente alavancar recursos para atender suas necessidades no processo produtivo, pode ser emitida em qualquer fase do empreendimento, desde a época de planejamento até com produto colhido e armazenado, podem ser comercializadas no mercado secundário, como ativo financeiro, enquanto vincendas, não pode ter sua forma de liquidação alterada, sendo que seu preço de venda normalmente é referenciado nas cotações do mercado futuro.

Os custos, portanto implícitos nesta operação vão além da taxa de juros fixada para calcular o preço futuro do contrato (cédula), pois incluem a taxa de fiança bancária que pode oscilar entre 7 e 9% a.a., além das taxas e custas bancárias cobradas regularmente pelas instituições financeiras. Mesmo nas captações de recursos externos feitas pelas empresas fornecedoras de insumos e/ou processadoras para estas operações os custos para produtores não integrados podem ser proibitivos.

As CPR's podem ser negociadas nas seguintes modalidades:

- a) CPR Física – na qual o emitente vende antecipadamente parcela de sua safra e se obriga a entregar, num vencimento futuro, a quantidade de produto negociada nas condições previstas na cédula.

⁴⁵ Lei n. 8.929, de 22 de agosto de 1994.

⁴⁶ CONAB, 1998, pag.68. & Gazeta Mercantil, 1999, pag. B-20.

- b) CPR Exportação – onde o emitente vende antecipadamente parcela de sua safra a um importador não residente no País e se obriga a entregar, num vencimento futuro, a quantidade de produto negociada nas condições previstas na cédula, em condições de exportação.
- c) CPR Financeira – onde o emitente levanta recursos com base em parcela de sua produção e se obriga a liquidar o título financeiramente, pelo preço ou índice de preço previsto na cédula. Existem as seguintes modalidades de CPR Financeira:

CPR Financeira PREÇO FIXO - o preço de resgate, valor pelo qual a cédula será liquidada, já é definido no momento da emissão do título.

CPR Financeira FUTURO BM&F - o preço de resgate dependerá da cotação do mercado futuro na Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F, para o produto objeto da CPR, no seu vencimento.

CPR Financeira INDICADOR ESALQ - o preço de resgate dependerá de quanto o indicador Esalq/BM&F estiver indicando para o produto objeto da CPR, no seu vencimento.

Alguns pontos importantes devem ser considerados na hora de escolher a modalidade de CPR que será utilizada – a ser emitida:

CPR Física ou Exportação - o emitente deseja fixar preço e assumir o compromisso de entrega certa de produto. Com isso, ele garante a comercialização antecipada e não se preocupa com preço;

CPR Financeira - o produtor prefere levantar recursos sem comprometer sua safra, possibilitando-lhe a comercialização no momento que lhe convier. Nesse caso, ele assume o risco da comercialização.

Contratos Futuros

São contratos que representam uma promessa de compra ou venda (neste caso, a CPR é apenas de venda) para uma data de vencimento preestabelecida e que, ao contrário dos contratos de opções, que representam direitos que podem ou não ser assumidos (exercidos), estes contratos devem ser *obrigatoriamente* liquidados na sua data de exercício, variando seu preço de acordo com o mercado físico do produto, variando tanto para cima quanto para baixo, mas, para a CPR, respeitando o limite inferior do preço mínimo fixado na PGPM.

Até a segunda metade do mês de janeiro de 2000 estas *cédulas* só poderiam ser emitidas com liquidação física no vencimento, o que restringia sua comercialização aos participantes dos mercados do ativo objeto em questão. Contudo, a partir de 20 de janeiro⁴⁷ foi autorizada a liquidação financeira para estes contratos, além da possibilidade de serem negociados em bolsas estrangeiras - CPR *export* , mas neste caso, apenas com liquidação física (para evitar possíveis oportunismos com remessas indevidas de divisas para o exterior).

Com a liquidação financeira se cria um mercado totalmente novo, uma vez que não mais sendo obrigado a receber a mercadoria em questão, outros investidores interessados neste mercado, e nos ganhos que a sua instabilidade intrínseca pode lhes dar, poderão nele ingressar, visto que os mercados agrícolas são os que apresentam maiores níveis de incerteza. Com isso aumenta-se a liquidez de seus contratos e cria-se um mercado secundário para estes títulos, reduzindo seus custos operacionais através de ganhos de escala e, principalmente, através da diminuição dos diferenciais entre os preços de contratação e liquidação destes contratos, o que, ao meu ver, é o mais interessante para os produtores envolvidos no lançamento desta modalidade de CPR, dado que se reduz os riscos com a fixação dos preços futuros de liquidação, pois quanto maior o número de participantes no mercados, maior é o nível de expectativas envolvidas e, portanto, mais próximo de um nível real de preços.

⁴⁷ Medida Provisória n. 2.017, de 19 de janeiro 2000.

3.4) O Mercado Futuro de Café

Observa-se que o setor agrícola está procurando novas alternativas para o financiamento em mercados financeiros alternativos ao do mercado de crédito rural baseado no SNCR, e vem obtendo êxitos. Dentre as várias formas de financiamento rural que estão surgindo no mercado de crédito agrícola, com intuito de buscar mais alternativas ao crédito rural oficial e também como exigências do mercado, foram desenvolvidas diversos tipos de títulos de crédito, tanto para o custeio, quanto para a comercialização da safra, destacando-se as cédulas de produto rural (CPR). Estes instrumentos mercantis surgem num momento, em que tanto governo, quanto iniciativa privada estão à procura de soluções para o problema da baixa disponibilidade dos recursos oficiais, e para que se obtenha maior crescimento e rentabilidade na agricultura. Contudo, há também outros títulos que foram desenvolvidos, a partir da Lei 11.076, de 30 de dezembro de 2004, para captar recursos privados para o financiamento do agronegócio: CDA – Certificado de Depósito Agropecuário; WA – Warrant Agropecuário; CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio; LCA – Letra de Crédito do Agronegócio; e CRA – Certificado de Recebíveis do Agronegócio.

Até 2008, eram negociados na BM&F contratos das seguintes mercadorias agrícolas: Açúcar; Bezerro; Boi Gordo; Café Robusta Conillon; Soja; Álcool; Algodão; Café Arábica e Milho. Sendo que, após a fusão, o Mercado BM&F, da BM&FBovespa, restringiu seus contratos agrícolas nas seguintes mercadorias: Açúcar Cristal; Etanol; Boi Gordo; Café Arábica; Milho; e Soja.

CPR BM&F

Para serem negociados em mercado secundário ou utilizados para cobertura de margens de garantia em operações nos mercados futuros, os títulos devem ser registrados em sistema de registro e liquidação financeira administrado por entidade autorizada pelo

Banco Central do Brasil. Para que este título seja negociado em mercado secundário, é necessário que ele tenha aval de uma instituição financeira ou seguro que cubra os riscos inerentes a sua negociação. A Bolsa de Mercadorias & Futuros tem, desde 28 de abril de 2003, o SRCA, Sistema de Registro de Custódia de Títulos do Agronegócio, que já tem registradas CPRs, as Cédulas do Produto Rural. Até o dia 5 de janeiro de 2005, o SRCA tinha em registro 40.854 CPRs – a maioria referenciada em café –, equivalentes a um volume financeiro da ordem de R\$ 3,234 bilhões. A Clearing de Derivativos BM&F, no mesmo dia, tinha em depósito para cobertura de margens de garantia total de R\$ 11,696 milhões em CPRs.

Os títulos, a partir do registro no SRCA, podem então ser negociados em mercado secundário na Bolsa Brasileira de Mercadorias. O Sistema de Registro de Custódia de Títulos do Agronegócio (SRCA) é um sistema da BM&FBOVESPA reconhecido e autorizado pelo Banco Central para registrar títulos do agronegócio como, por exemplo: a Cédula de Produto Rural (CPR), o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), Warrants Agropecuários (WA), o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), entre outros. Tendo como seus principais objetivos: (a) registrar e custodiar títulos do agronegócio; (b) viabilizar a negociação eletrônica dos títulos; e, (c) viabilizar a participação de investidores nacionais e internacionais.

TÍTULOS REGISTRADOS:

DATA DE REFERÊNCIA 02/05/2011

CÉDULA DE PRODUTO RURAL - CPR						
			Movimento Dia		Movimento Acumulado	
	Aval	Modalidade	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$
CPR	Não	Física	0	0,00	17	28.359.383,30
CPR	Não	Preço fixo	40	4.286.941,16	4.480	558.702.058,09
CPR	Sim	Física	24	1.855.714,00	3.591	413.192.837,67
CPR	Sim	Preço fixo	0	0,00	1	75.012.000,00
Subtotal			64	6.142.655,16	8.089	1.075.266.279,06

DATA DE REFERÊNCIA 07/03/2011

CÉDULA DE PRODUTO RURAL - CPR						
			Movimento Dia		Movimento Acumulado	
	Aval	Modalidade	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$
CPR	Não	Física	0	0,00	8	23.132.603,67
CPR	Não	Preço fixo	0	0,00	4.505	549.727.633,22
CPR	Sim	Física	0	0,00	2.756	331.210.475,67
CPR	Sim	Preço fixo	0	0,00	1	75.012.000,00
Subtotal			0	0,00	7.270	979.082.712,56

DATA DE REFERÊNCIA 27/12/2010

CÉDULA DE PRODUTO RURAL - CPR						
			Movimento Dia		Movimento Acumulado	
	Aval	Modalidade	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$
CPR	Não	Física	0	0,00	20	29.503.744,22
CPR	Não	Preço fixo	37	3.040.291,48	4.226	526.812.009,85
CPR	Sim	Física	80	11.326.692,00	1.315	186.904.713,17
CPR	Sim	Preço fixo	0	0,00	1	75.012.000,00
Subtotal			117	14.366.983,48	5.562	818.232.467,24

DATA DE REFERÊNCIA 17/05/2010

CÉDULA DE PRODUTO RURAL - CPR						
			Movimento Dia		Movimento Acumulado	
	Aval	Modalidade	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$
CPR	Não	Física	0	0,00	19	28.280.318,38
CPR	Não	Preço fixo	40	5.374.639,56	5.115	631.993.330,57
CPR	Não	Índice Esalq/BM&F	0	0,00	2	583.848,00

CPR	Sim	Física	6	150.120,00	2.505	203.501.644,45
CPR	Sim	Preço fixo	0	0,00	12	78.782.320,36
Subtotal			46	5.524.759,56	7.653	943.141.461,76

DATA DE REFERÊNCIA 06/05/2003

CÉDULA DE PRODUTO RURAL - CPR						
			Movimento Dia		Movimento Acumulado	
	Aval	Modalidade	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$
CPR	Sim	Física	10	117.005,00	131	12.239.114,10
CPR	Sim	Preço fixo	68	3.138.295,71	457	24.119.230,31
Subtotal			78	3.255.300,71	588	36.358.344,41

DATA DE REFERÊNCIA 06/06/2003

CÉDULA DE PRODUTO RURAL - CPR						
			Movimento Dia		Movimento Acumulado	
	Aval	Modalidade	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$
CPR	Sim	Física	3	84.300,00	1.829	125.259.263,74
CPR	Sim	Preço fixo	71	3.109.586,77	4.159	205.811.320,62
CPR	Sim	Índice Esalq/BM&F	0	0,00	2	1.232.875,00
Subtotal			74	3.193.886,77	5.990	332.303.459,36

DATA DE REFERÊNCIA 06/07/2003

CÉDULA DE PRODUTO RURAL - CPR						
			Movimento Dia		Movimento Acumulado	
	Aval	Modalidade	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$
CPR	Não	0	0	0,00	0	0,00
CPR	Sim	Física	0	0,00	1.953	129.604.200,96
CPR	Sim	Preço fixo	0	0,00	4.825	245.398.292,54
CPR	Sim	Índice Esalq/BM&F	0	0,00	2	1.232.875,00
CPR	Sim	Ajuste Futuro BM&F	0	0,00	2	277.200,00
CPR	Sim	Exportação	0	0,00	1	5.880.000,00
Subtotal			0	0,00	6.783	382.392.568,50

CONSIDERAÇÕES FINAIS:

Os novos instrumentos de financiamento das atividades agrícolas que foram sendo implementados no transcorrer destes últimos 5 anos, possuem traços que lhes são comuns. O principal, acredito, é a busca da retirada crescente do Estado de algumas das atividades por ele assumidas nas três décadas anteriores, e que passaram a representar, neste novo contexto econômico, pesados custos para o erário.

Não obstante os aspectos negativos que as formas desta retirada podem ter proporcionado, este está sendo um movimento que já a alguns anos deveria se ter iniciado, não só pelo nível de desenvolvimento que os setores atingidos já apresentavam, mas também pela situação de extrema desigualdade que o setor agrícola vinha apresentando desde o início da década de '80 entre os seus segmentos mais modernos, de forte presença da indústria, e os mais atrasados, e por que não dizer, abandonados.

Todavia, um grave erro tem sido recorrente nas críticas que são feitas a este processo de reestruturação: a questão da inaplicabilidade destes novos instrumentos ao conjunto dos produtores agrícolas. Ora, qualquer instrumento que se pretenda aplicar deve ter no mínimo a sua finalidade, o seu objetivo e o seu público alvo muito bem definidos, pois a nossa experiência anterior nos mostrou que programas genéricos podem apresentar os mais diferentes resultados e nem sempre aqueles que são os esperados.

Estes instrumentos se destinam a um público bastante específico e de forma nenhuma podem ser aplicados para um conjunto tão diversos de atores como o do nosso setor agrícola, eles visam dar aos produtores mais capitalizados e mais integrados ao mercado de produtos *comerciáveis* a possibilidade de efetuarem suas negócios da forma mais próxima possível das realizadas internacionalmente, criando mecanismos que os aproxime de seus mercados potenciais, os de exportação.

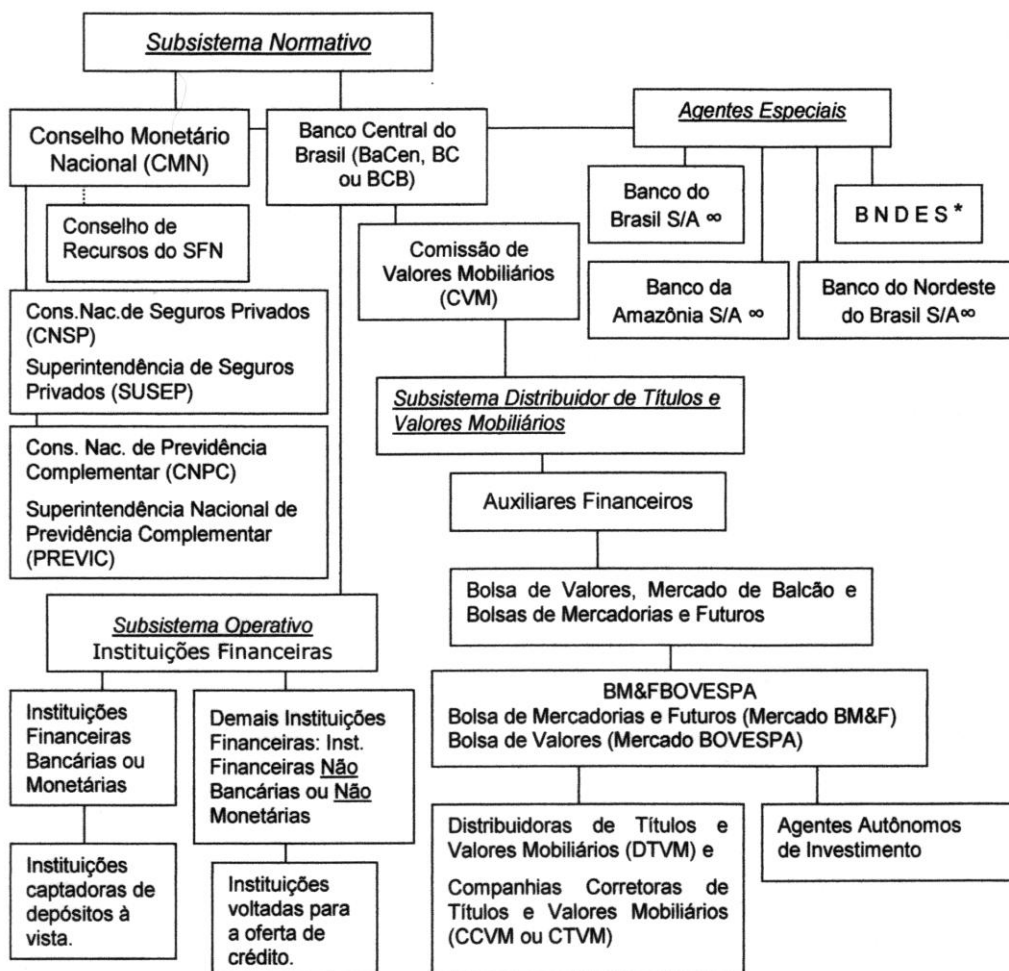
Muitos destes instrumentos visam trazer para o mercado interno operações financeiras que são realizadas em bolsas estrangeiras com produtos nacionais, o que significa para nós perdas de divisas. Nos demais países onde se tem uma Política Agrícola efetiva estes instrumentos funcionam no interior de um conjunto de mecanismos que vão desde o apoio direto através de linhas de financiamento, até os de forma mais indireta como as de fixação de normas de qualidade, atuando como instrumentos complementares.

A BM&FBOVESPA desenvolveu o Sistema de Registro e Custódia de Títulos do Agronegócio (SRCA) para abrigar o registro e a custódia dos títulos e contratos realizados entre o setor rural e os demais agentes do sistema: exportadores, indústrias, empresas de insumos, investidores institucionais e o Governo.

Esses títulos incluem o CPR (Cédula de Produto Rural), CDA/WA (Certificado de Depósito Agropecuário/Warrant Agropecuário), LCA (Letra de Crédito do Agronegócio), e CDCA (Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio), entre outros. As negociações de títulos dependem de prévio registro do título objeto da negociação no SRCA, da BM&FBOVESPA, e sua custódia junto a uma instituição financeira participante do referido Sistema.

ANEXO I: Estrutura Organizacional Atual do Sistema Financeiro Nacional (2011).

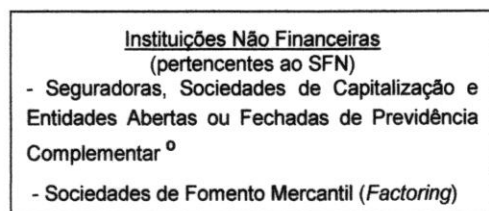
S F N



* É uma Instituição Financeira Não-Monetária

∞ Atuam, também, como Instituições Financeiras Monetárias

º São reguladas e supervisionadas pela SUSEP ou pela PREVIC



ANEXO II: Relação de atos legislativos consultados referentes as mudanças promovidas no SFN a partir de abril de 1964.

Lei nº 4.357, de 18 de julho de 1964.

Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências.

Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964.

Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências.

Lei nº 4.390, de 29 de agosto de 1964.

Altera a Lei nº 4.131 (que disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências), de 3 de setembro de 1962, e dá outras providências.

Lei nº 4.504, de 30 de novembro de 1964.

Dispõe sobre o Estatuto da Terra, e dá outras providências. - regula os direitos e obrigações concernentes aos bens imóveis rurais, para os fins de execução da Reforma Agrária e promoção da Política Agrícola.

Lei nº 4.506, de 30 de novembro de 1964.

Dispõe sobre o imposto que recai sobre as rendas e proventos de qualquer natureza.

Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 → criou o conselho monetário nacional, bem como deu-lhe competência para disciplinar as atividades das bolsas de valores e dos corretores de fundos públicos.

Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 → Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Conferiu ao banco central competência para autorizar a sua constituição e fiscalizar o seu funcionamento.

Lei nº 4.864, de 29 de novembro de 1965. Cria medidas de estímulo à Indústria de Construção Civil.

Lei nº 4.862, de 29 de novembro de 1966. Altera a legislação do imposto de renda, adota diversas medidas de ordem fiscal e fazendária, e dá outras providências.

Lei nº 5.049, de 29 de junho de 1966. Introduce modificações na legislação pertinente ao Plano Nacional de Habitação.

Resolução 39 do Banco Central do Brasil, de 10 de outubro de 1966

As bolsas foram transformadas em sociedades civis – associações civis, sem finalidades lucrativas (Art.1º)

Decreto-Lei nº 278, de 28 de fevereiro de 1967

Altera a denominação do Banco Central da República do Brasil (para Banco Central do Brasil), dispõe sobre suas contas, orçamentos, balanços, atos e contratos, e dá outras providências.

Lei nº 5.362, de 30 de novembro de 1967

Modifica artigos da Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964 que dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

Lei nº 5.455, de 19 de junho de 1968

Altera dispositivos da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, que institui a correção monetária nos contratos imobiliários, de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional de Habitação (BNH), e sociedade de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo, e dá outras providências.

Decreto-Lei nº 581, de 14 de maio de 1969

Aprova a Emenda ao Convênio Constitutivo do Fundo Monetário Internacional, votada pela Junta de Governadores daquela instituição em 31 de maio de 1968, modifica a Lei nº 4.595, de 31 de Dezembro de 1964 e toma outras providências.

Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974. Dispõe sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial de instituições financeiras, e dá outras providências.

Lei nº 6.045, de 15 de maio de 1974. Altera a constituição e a competência do Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 → Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários - CVM.

Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as sociedades por ações.

Alteração na Lei nº 6.385:

Lei nº 6.422, de 08 de junho de 1977. Altera arts. 3º, 6º e 10. Altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

Lei nº 6.616, de 16 de dezembro de 1978. Acresce arts. 31, 32 e renumera. Acrescenta artigos à Lei nº 6385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

Decreto-lei nº 2.286, de 23 de julho de 1986. Dispõe sobre cobrança de imposto nas operações a termo de bolsas de mercadorias e dá outras providências.

Resolução do CMN nº 1190 de 17/09/86 - Dispõe sobre negociação em Bolsas de Mercadorias ou de Futuros - Sujeição a aprovação do Banco Central do Brasil ou da Comissão de Valores Mobiliários.

Decreto-Lei nº 2.303, de 21 de Novembro de 1986. Altera a legislação tributária federal e dá outras providências.

Decreto-lei nº 2.313, de 23 de dezembro de 1986. Altera a redação do artigo 3º do Decreto-Lei nº 2.303, de 21 de novembro de 1986 e dá outras providências.

Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987. Institui, em defesa das finanças públicas, regime de administração especial temporária, nas instituições financeiras privadas e públicas não federais, e dá outras providências.

Resolução do CMN nº 1289 de 20/03/1987 - Aprova os regulamentos anexos I, II e III, que disciplinam a constituição e funcionamento das sociedades de investimento - capital estrangeiro, fundos de investimento - capital estrangeiro e carteiras de títulos e valores mobiliários, respectivamente.

Resolução do CMN nº 1645 de 06/10/89 - Dispõe sobre normas de fiscalização operacional nas Bolsas de Mercadorias e de Futuros sujeito a aprovação e intervenção do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários.

Resolução nº 1.655, de 26 de outubro de 1989, do Banco Central, aprova os regulamentos que disciplinaram a constituição, organização e funcionamento das sociedades corretoras de valores mobiliários.

Resolução do CMN nº 1656 de 26/10/1989 - Regulamenta a constituição, organização e funcionamento das bolsas de valores. → Resolução nº 1.656, de 26 de outubro de 1989, do Banco Central, que aprova os regulamentos que disciplinaram a constituição, organização e funcionamento das bolsas de valores como, exclusivamente, entidades sem fins lucrativos

Lei nº 8.029, de 12 de abril de 1990. Dispõe sobre a extinção e dissolução de entidades da Administração Pública Federal, e dá outras providências.

Resolução do CMN nº 1832 de 31/05/1991 - Aprovação do regulamento anexo IV, à resolução 1289, regendo a constituição e administração de carteiras de valores mobiliários por investidores institucionais constituídos no exterior.

Resolução do CMN nº 1927 de 18/05/1992 - Aprova o regulamento anexo V, à resolução 1289, regulando o investimento estrangeiro através do mecanismo de Depositary Receipts.

Resolução do CMN nº 2099 de 17/08/94 - Dispõe sobre as condições relativas ao acesso ao Sistema Financeiro Nacional, aos valores mínimos de capital e patrimônio líquido ajustado, à instalação de dependências e à obrigatoriedade de manutenção de patrimônio líquido ajustado em valor compatível com o grau de risco das operações ativas das instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central (Acordo da Basiléia).

Lei nº 8.934, de 18 de Novembro de 1994. Lei de Registro Público de Empresas Mercantis. Dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins e dá outras providências.

Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997. Altera arts. 22 e 26.

Dispõe sobre a responsabilidade solidária de controladores de instituições submetidas aos regimes de que tratam a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, e o Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987; sobre a indisponibilidade de seus bens; sobre a responsabilização das empresas de auditoria contábil ou dos auditores contábeis

independentes; sobre privatização de instituições cujas ações sejam desapropriadas, na forma do Decreto-lei nº 2.321, de 1987, e dá outras providências.

Lei nº 9.457, de 5 de Maio de 1997. Lei das Sociedades Anônimas. Altera arts. 9º, 11, 15, 17, 21 e 22; inclui art. 33, renumerando-se os demais.

Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

Lei 9.873, de 23/11/1999: REVOGA O ART. 33. Estabelece prazo de prescrição para o exercício de ação punitiva pela Administração Pública Federal, direta e indireta, e dá outras providências.

RESOLUÇÃO 2.690 - 28.01.2000, do CMN - Altera e consolida as normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores. → (Art. 1º) as Bolsas de Valores poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônimas.

Revoga as RESOLUÇÕES DO CMN: a) 1656/89 b) 1760/90 c) 1818/91 d) 2549/98 e) 2597/99

Fusão operacional das bolsas de valores, em agosto de 2001: as operações diárias passaram a ser feitas pelas sociedades corretoras membros da Bovespa, através do Mega Bolsa (sistema eletrônico de negociação).

- Convênio de Integração e Parcerias firmado entre as Bolsas Brasileiras, em 28 de janeiro de 2000: a Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa passa a ser a única bolsa brasileira a negociar ações.

RESOLUÇÕES DO CMN que atualizam e alteram:

2709 no DOU de 31/03/2000

2774 no DOU de 31/08/2000

2819 no DOU de 23/02/2001

INSTRUCAO CVM que atualiza e altera: 362, de 05 de março de 2002. No DOU de 07/03/2002

REVOGADA PELA INSTRUÇÃO CVM Nº461 de 23/10/2007 - Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõem sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001.

Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. → Altera as alíneas "b" e "g" do inciso I e o inciso II do art. 9º, e inclui inciso VI ao art. 15.

Lei nº 10.303, de 31 de Outubro de 2001.

Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

Altera arts. 1º, 2º, 4º, 5º (vetado), 6º (vetado), 7º, 8º, 9º, 10, 11, 14, 15, 16, 17, 18 (vetado), 22 (vetado), 24(vetado), 26 (vetado) e 28 e acresce arts 17-a (vetado), 21-a (vetado), capítulo vii-a; do comitê de padrões contábeis; arts. 27-a (vetado) e 27-b (vetado); capítulo vii-b; dos crimes contra o mercado de capitais; acresce arts. 27-c, 27-d, 27-e e 27-f e revoga arts. 29 e 30.

Decreto nº 3.995, de 31 de Outubro de 2001. Altera arts 6º, 8º, 9º, 11, 15, 22 e 24 e acresce art. 21-a.

Altera e acresce dispositivos à Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, nas matérias reservadas a decreto.

Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001. (Lei do sigilo bancário) Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências.

Lei nº 10.194, de 14 de fevereiro de 2001.

Dispõe sobre a instituição de sociedades de crédito ao microempreendedor, altera dispositivos das Leis nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 8.029, de 12 de abril de 1990, e 8.934, de 18 de novembro de 1994, e dá outras providências.

Lei nº 10.411, de 26 de Fevereiro de 2002. Altera arts. 5º, 6º, 16 e 18

Altera e acresce dispositivos à Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

INSTRUCAO CVM 362, de 05 de março de 2002. No DOU de 07/03/2002. Estabelece regras transitórias a serem observadas pelas bolsas de mercadorias e de futuros.

INSTRUÇÃO CVM Nº461 de 23/10/2007 - Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõem sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Acresce art. 10-a. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras.

Lei Complementar nº 130, de 17 de abril de 2009. Lei do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo.

Dispõe sobre o Sistema Nacional de Crédito Cooperativo e revoga dispositivos das Leis nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e 5.764, de 16 de dezembro de 1971.

Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009 (a Medida Provisória nº 449, de 3/12/2008, foi convertida nesta Lei): altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972, as Leis nº 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 8.218, de 29 de agosto de 1991, 9.249, de 26 de dezembro de 1995, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 9.469, de 10 de julho de 1997, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, 10.426, de 24 de abril de 2002, 10.480, de 2 de julho de 2002, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.887, de 18 de junho de 2004, e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 10.925, de 23 de julho de 2004, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 11.116, de 18 de maio de 2005, 11.732, de 30 de junho de 2008, 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, 11.345, de 14 de setembro de 2006; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis nº 8.383, de 30 de dezembro de 1991, e 8.620, de 5 de janeiro de 1993, do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, das Leis nº 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, 9.718, de 27 de novembro de 1998, e 6.938, de 31 de agosto de 1981, 9.964, de 10 de abril de 2000, e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nº 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005; e dá outras providências.

BIBLIOGRAFIA BÁSICA:

ABRAMOVAY, Ricardo. Paradigmas do capitalismo agrário em questão. 2ª ed. Campinas, SP: HUCITEC/Ed. UNICAMP, 1998.

ABREU, Marcelo de P... [et al]. A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989. 1ª ed., 14ª tiragem. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

ARAUJO, Ney B. de, WEDEKIN, Ivan e PINAZZA, Luiz A. Complexo Agroindustrial: o “agribusiness” brasileiro. São Paulo, SP: AGROCERES/Suma Econômica, s/d.

BACHA, Carlos José C. Economia e política agrícola no Brasil. São Paulo, SP: Atlas, 2004.

BATALHA, Mário O. (coord.). Gestão agroindustrial: GEPAI: Grupo de estudos e pesquisas agroindustriais. Vol. 2, 3ª ed. São Paulo, SP: Atlas, 2001.

BAHN, Henry M. Os programas pilotos de contratos de futuros de opções nos Estados Unidos. In. Revista de Política Agrícola, ano VI, número 4, 1997.

BOYER, R. A Teoria da Regulação: uma análise crítica, São Paulo, SP: Nobel, 1990.

BRAGA, J. C. Financeirização da riqueza. Economia e Sociedade, n.2, Campinas, SP: IE/UNICAMP, 1993.

BUAINAIN, Antônio M.. Novos Instrumentos da Política Agrícola Brasileira (Lição 27). In Propuesta de capítulos adicionales para la versión en portugués del libro

“Macroeconomia y Políticas Agrícolas: una guía metodológica”. Rio de Janeiro, Mimeo/Redcapa, 1998.

BURLAMAQUI, L. Sociologia Econômica, Instituições e a Perspectiva Evolucionária na Teoria Econômica: a recuperação de um diálogo, R.J, Seminário Internacional: Instituições e Desenvolvimento Econômico, 1997.

BUSCH, L. and TANAKA, K.. Rites of Passage: constructing quality in commodity subsector. Michigan: Michigan State University Press, n/d.

CALLON, M (Ed.). Laws of the Market, Blackwell, 1998.

DELGADO, Guilherme. O Capital Financeiro e Agricultura no Brasil. Campinas: Ícone/Ed. UNICAMP, 1985.

DELGADO, Nelson G.. Política Econômica: ajuste externo e agricultura. Rio de Janeiro, Debates CPDA, n. 07, set. de 1998.

FARINA, Elizabeth M. M. Q., AZEVEDO, Paulo Furquim, SAES, Maria Sylvia M. Competitividade: mercado, Estado e organizações. São Paulo: ed. Singular, 1997.

FIANI, Ronaldo. “Teoria dos custos de transação”, in Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

GOLDIN, Ian e RESENDE, Gervásio Castro de. A Agricultura Brasileira da Década de 80: crescimento numa economia em crise. Rio de Janeiro: IPEA(138), 1993.

GOODMAN, D. E. Sorj, B. WILKINSON, J.. Agroindústria, Políticas Públicas e Estruturas Sociais Rurais: análises recentes sobre a agricultura brasileira. In Revista de Economia Política, vol. 5, n. 4, out-dez/1985.

HODGSON, G. M. From Micro to Macro: the concept of emergence and the role of Institutions. Cambridge, University of Cambridge, 1997.

_____. The Economic of Institutions. Aldershot, E. Elgar, 1993.

KAUTSKY, Karl. A questão agrária. São Paulo, SP: Nova Cultural (Os economistas), 1986.

KNIGHT, F. H. Risco, Incerteza e Lucro. RJ: Expressão e Cultura, 1972.

LEITE, Sérgio Pereira. Inserção Internacional e Financiamento da Agricultura Brasileira (1980-1996). Campinas (SP), IE/UNICAMP, Tese de Doutorado/Mimeo, 1998.

LEMGRUBER, Eduardo Facó, et all (orgs.). Gestão de risco e derivativos: aplicações no Brasil. (coleção COPPEAD de administração) São Paulo, SP: Atlas, 2001.

LINHARES, Maria Yedda e SILVA, Francisco C. Teixeira. Terra prometida: uma história da questão agrária no Brasil. Rio de Janeiro, RJ: Campus, 1999.

LOZARDO, E. Derivativos no Brasil: fundamentos e praticas. São Paulo: Ed. BM&F, 1998.

MARQUES, P. V. e MELLO, P. C. Mercados futuros de commodities agropecuárias: exemplos e aplicações para os mercados brasileiros. São Paulo: Ed. BM&F, 1999.

MARQUES, P. V., MARTINES, J. F. e MELLO, P. C. Mercados futuros agropecuárias: exemplos e aplicações para os mercados brasileiros. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

MATTOS, Paulo (coord.) et ali. Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano. São Paulo, SP: Ed. 34, 2004.

MENDES, Judas Tadeu G. e PADILHA Jr., João B. Agronegócio: uma abordagem econômica. São Paulo, SP: Pearson Prentice Hall, 2007.

NELSON, R. R. e WINTER, S. G. Uma teoria evolucionária da mudança econômica. Campinas, SP: Ed. UNICAMP, 2005.

_____. As fontes do crescimento econômico. Campinas, SP: Ed. UNICAMP, 2006.

NORTH, Douglas C. Instituciones, Cambio Institucional y Desempeño Económico. México, Fondo de Cultura Económica, 1993.

PENROSE, E. A teoria do crescimento da firma. Campinas, SP: Ed. UNICAMP, 2006.

PINHEIRO, Armando Castelar e SADDI, Jairo. Direito, economia e mercados. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

POLANYI, K. A Grande Transformação. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1999.

PORTO, Célio Brovino. Os contratos de Opção como Instrumento de Política Agrícola. In. Revista de Política Agrícola, ano V, número 2, 1996.

RAMOS, Pedro e REYDON Bastiaan P. (orgs.). Agropecuária e agroindústria no Brasil: ajuste, situação atual e perspectivas. Campinas, SP: ABRA, 1995.

RESENDE, Gervásio Castro. Mudanças na conjuntura econômica e na política agrícola no período 1991/97: dos velhos aos novos instrumentos. In (Des)Equilíbrio Econômico & Agronegócio. Viçosa/MG, 1999.

SALGADO, Helena e MOTTA, Ronaldo S. Regulação e concorrência no Brasil: governança, incentivos e eficiência. Rio de Janeiro, RJ: IPEA, 2007.

SCHOUCHANA, Félix. Risco na agricultura e administração através de mercados futuros. In Preços Agrícolas, n. 152, jun. 1999.

STEINER, P. A sociologia econômica. São Paulo: Atlas, 2006.

TEIXEIRA, Marco Aurélio. Mercados futuros: fundamentos e características operacionais. São Paulo: BM&F, 1992.

TURRA, Francisco Sérgio. Os Novos Rumos da Política Agrícola. In. Revista de Política Agrícola, ano VI, número 4, out.-nov.-dez., 1997.

WILKINSON, John. Estudo da competitividade da indústria brasileira: o complexo agroindustrial. Rio de Janeiro, RJ: Forense Universitária, UFRRJ, 1996.

_____. “Sociologia Econômica, a Teoria das Convenções e o funcionamento dos mercados”, In Ensaio FEE, v. 23, n. 2, 2002.

WILLIAMSON, Oliver E. The Mechanisms of Governance. New York: Oxford University Press, 1996.

_____. Las Instituciones Economicas del Capitalismo. México: Fondo de Cultura, 1989.

_____. The Economic Institutions of Capitalism. N. York, The Free Press, 1987.

ZYLBERSZTAJN, D. e SZTAJN, R. (org.). Direito e Economia: análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2005.