

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

Marcelo Pires Leite

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

Rio de Janeiro

Junho de 2011

Marcelo Pires Leite

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

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento.

Orientadora: Profa. Dra. Ana Célia Castro

Rio de Janeiro

2011

FICHA CATALOGRÁFICA

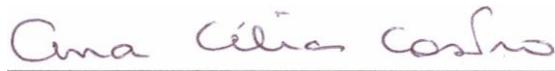
- L533 Leite, Marcelo Pires.
A BM&FBOVESPA : a construção de uma mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e futuros no Brasil / Marcelo Pires Leite. – 2011.
148 f.; 31 cm.
- Orientadora: Ana Célia Castro.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, 2011.
Referências: f. 142-148.
1. Bolsa de valores. 2. Nova Economia Institucional. 3. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA. 4. Financiamento agrícola.
I. Castro, Ana Célia, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 332.642

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

Dissertação apresentada ao Corpo Docente do
Instituto de Economia da Universidade Federal
do Rio de Janeiro como parte dos requisitos
necessários à obtenção do título de MESTRE
em Ciências, em Políticas Públicas, Estratégias
e Desenvolvimento.

BANCA EXAMINADORA:



Prof. Dr^a ANA CÉLIA CASTRO, UFRJ (orientadora)



Prof. Dr. VICTOR PROCHNIK, UFRJ



Prof. Dr^a LAVINIA BRARROS DE CASTRO, BNDES

Rio de Janeiro

Junho de 2011.

Dedico este trabalho as duas pessoas que o tornaram possível: ao meu pai, Luiz Gonzaga Leite, a quem devo a oportunidade de estar aqui hoje e com quem aprendi o valor da educação e a importância de respeitar o próximo, e a minha orientadora prof^ª Ana Célia Castro, que nunca deixou de acreditar e de me incentivar, e com quem aprendi que ser professor é estar disposto a ouvir e apoiar: - muito obrigado Ana.

AGRADECIMENTOS

A minha querida esposa Daniela, minha companheira de todos os momentos. Muito obrigado por sua compreensão e por seu apoio, aguentando me ouvir falar, por todos estes anos, sobre o “trabalho” e que, ainda, nesta reta final, cuidou para que eu não esquecesse de comer, dormir, enfim, da nossa vida....

Aos professores Charles Pessanha, Ronaldo Fiani, Paulo Tigre e Maria Teresa Leopardi, que tanto contribuíram com suas aulas e publicações para a conclusão deste trabalho e a todos os professores do PPED – IE da Universidade Federal do Rio de Janeiro, uma reunião perfeita de conhecimento e sensibilidade.

As professoras Lavínia Barros de Castro e Mônica Desiderio, que ao participarem de minha defesa de projeto contribuíram com importantes sugestões para a conclusão desta dissertação.

A todos os colegas de turma do PPED por sua generosidade e companheirismo: Alessandra Veloso Duarte, Álvaro Guilherme Miranda, Ana Paula de Freitas Cosenza, Arthur Câmara Cardoso, Gustavo Guedes Furtado, Juliana Duffles Donato Moreira, Marcelo Medeiros, Marcia Maria Nunes de Barros, Rafael Pires Nogueira, Roberto Loureiro Filho, Rodrigo Silva Lopes dos Santos, Vitelio Brustolin, Vladimir Colly e, principalmente, a Juliana Pinheiro, Marcelo De Cicco, Ranulfo Vidigal, Maria Antonieta Pimenta e Valéria Fontenelles, que tantas vezes me convidaram para confraternizações e encontros, sendo sempre gentis e compreensivos, mas, estando sempre ocupado com compromissos profissionais, no corre-corre do dia-a-dia, nunca pude aceitar. Muito obrigado amigos.

A Beth e a todos os funcionários da secretaria de pós-graduação e administrativos, por seu trabalho imprescindível, sua ajuda e por resolverem problemas que nem sabíamos que podiam existir.... Muito obrigado por sua ajuda Beth.

RESUMO

LEITE, Marcelo Pires. (2011). **A BM&FBOVESPA**: a construção de um mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e futuros no Brasil. Dissertação de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento (PPED). Instituto de Economia (IE), da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Rio de Janeiro: junho de 2011.

O presente trabalho de dissertação tem por objetivo apresentar o processo de surgimento, desenvolvimento e, principalmente, construção da atual estrutura do mercado de bolsa de valores e de mercadorias agrícolas no Brasil. Estrutura esta resultante de um conjunto de transformações institucionais, iniciadas a partir da década de 1990, e de seus desdobramentos, promovidos a partir do ano 2000, para a estrutura de funcionamento e organização do mercado de bolsa e de balcão organizado em nosso país, que, ao alterarem as normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores e de mercadorias, abriram espaço para os arranjos institucionais que permitiram a constituição da BM&FBOVESPA, a partir do final do ano de 2007 e início de 2008. O processo de surgimento dos negócios que deram origem as bolsas no Brasil, de acordo com seus registros históricos, seguiu os mesmos caminhos trilhados pelos demais países que representam as fontes básicas de consulta dos primeiros registros de bolsas de negociação de mercadorias e títulos (públicos e privados), por isso este trabalho apresenta o que é próprio, específico, da constituição deste mercado em nosso país.

Palavras-chave: Mercado de Bolsa de valores e de mercadorias, transformações e arranjos institucionais, BM&FBOVESPA.

ABSTRACT

LEITE, Marcelo Pires. (2011). **BM&FBOVESPA**: the construct a national market stock exchange, futures and commodities in Brazil. Master's dissertation of the Graduate Program in Public Policies, Strategies and Development (PPED). Institute of Economics (IE), the Federal University of Rio de Janeiro (UFRJ). Rio de Janeiro: June 2011.

This research aims to present the appearance of process development and especially construction of the present structure of the stock exchange market and agricultural commodities in Brazil. This structure results of a set of institutional changes, started from the 1990s, and its development, improved from the year 2000, to the operating structure and organization of the stock exchange and OTC in our country that, has changed the rules governmental which establish the organization and the functioning of stock exchanges and goods, made room for the institutional arrangements that allowed the creation of BM&FBOVESPA, from the 2007 year-end and early 2008. The process of business appearance that gave rise scholarships in Brazil, according to the historical records, they followed the same paths taken by other countries that represent the basic sources of consultation of the first bags of records of trading commodities and securities (public and private), therefore this paper presents what is proper, specific, the establishment of this market in our country.

Key-words: Market stock exchange, futures and commodities, transformations and institutional arrangements, BM&FBOVESPA.

LISTA DE QUADROS, GRÁFICOS e FIGURAS.

QUADROS:

Capítulo 3

Quadro 1: Participantes x Formas de Atuação.	94
Quadro 2: Características dos Contratos de Opção.	95
Quadro 3: Contratos negociados no SRCA em mercadoria BM&F / valor R\$.	106
Quadro 4: Contratos registrados no SRCA para o dia 31/03/2009.	112

GRÁFICOS:

Capítulo 3

Gráfico 1: Valores acumulados, em 31 de dezembro, para CPR's registradas no SRCA. ...	104
Gráfico 2: Volume total de CPR's registradas no SRCA.	105
Gráfico 3: Relação do valor financeiro registrado entre dez.2003 e mar.2011.	107
Gráfico 4: Relação do número de contratos registrados entre dez.2003 e mar.2011.	108

FIGURAS:

Capítulo 2

Figura 1: Distribuição da Bolsa Brasileira de Mercadorias – mercado à vista (BBM).	66
Figura 2: Estrutura organizacional das Instituições Econômicas do mercado de bolsa.	73
Figura 3: Estrutura Organizacional – BM&FBOVESPA (A Nova Bolsa).	76

Capítulo 3

Figura 4: Convergência da Base.	102
Figura 5: Operações de CPR realizadas pelo BB.	103
Figura 6: Número de títulos registrados junto a CETIP e SRCA.	110
Figura 7: Volume financeiro registrado junto a CETIP e SRCA.	111

LISTA DE SIGLAS e ABREVIATURAS

ACC – Adiantamento sobre Contrato de Câmbio.

AGF – Aquisições do Governo Federal.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

ANBM – Associação Nacional das Bolsas de Mercadorias e Cereais.

BBF – Bolsa Brasileira de Futuros.

BCB – Banco Central do Brasil.

BGARJ – Bolsa de Gêneros Alimentícios do Rio de Janeiro.

BMSP – Bolsa de Mercadorias de São Paulo.

BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros.

BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

BNH – Banco Nacional de Habitação.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo.

BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado.

BVRJ – Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

CATS – Computer Assisted Trading System (Sistema de negociação computadorizada).

CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia.

CBOT – Chicago Board of Trade (Bolsa de Chicago).

CCB – Cédulas de Crédito Bancário.

CDA/WA – Certificado de Depósito Agropecuário/Warrant Agropecuário.

CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio.

CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos.

CIBRAZEM – Companhia Brasileira de Armazenamento.

CMN – Conselho Monetário Nacional.

COBAL – Companhia Brasileira de Alimentos.

CONAB – Companhia Nacional de Abastecimento.

CPR – Cédula de Produto Rural (CPRF – CPR Financeira).

CRA – Certificado de Recebíveis do Agronegócio.

CRH – Cédula Rural Hipotecária.

CRP – Cédula Rural Pignoratícia.

CRPH – Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

DM – Duplicata Mercantil.

EGF – Empréstimos do Governo Federal (EGF-cov – com opção de venda).

ESALQ – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz – USP.

FIMACO – Programa de Financiamento de Material de Construção.

FINAM – Fundo de Investimentos da Amazônia.

FINASA – Programa de Financiamento para Saneamento.

FINEX – Fundo de Financiamento à Exportação.

FINOR – Fundo de Investimentos do Nordeste.

FIPEME – Financiamento à Pequena e Média Empresa.

FMRI – Fundo de Modernização e Reorganização Industrial.

FNRR – Fundo Geral de Refinanciamento Rural.

FRE – Fundo de Reparelhamento Econômico.

FUMCAP – Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Capitais.

FUNAGRI – Fundo Geral para Agricultura e Indústria.

FUNDAG – Fundo Especial de Desenvolvimento Agrícola.

FUNDEPE – Fundo para o Desenvolvimento da Pecuária.

FUNGIRO – Fundo Especial para o Financiamento do Capital de Giro.

FUNINSO – Fundo para Investimentos Sociais.

FUNTEC (BNDE) – Fundo Tecnológico (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico).

Ibovespa – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo.

IBV – Índice da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

IE – Instituições Econômicas.

IEC – Instituições Econômicas do Capitalismo.

LCA – Letra de Crédito do Agronegócio.

LEC – Linha Especial de Crédito de Comercialização.

NCE – Nota de Crédito à Exportação.

NCR – Nota de Crédito Rural.

NEI – Nova Economia Institucional.

NYSE – New York Stock Exchange (Bolsa de Valores de Nova York).

OTN – Obrigações do Tesouro Nacional.

PASEP – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público.

PEP – Prêmio de Escoamento do Produto.

PEPRO – Prêmio de equalização pago ao produtor.

PGPM – Política de Garantias de Preços Mínimos.

PIN – Programa de Integração Nacional.

PIS – Programa de Integração Social.

PLE – Preço de Liberação dos Estoques.

PROÁLCOOL – Programa Nacional do Alcool.

PROCAL – Programa Nacional do Calcário Agrícola.

PROCERA – Programa de Crédito Especial da Reforma Agrária.

PRONAF – Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar.

PROP – Prêmio de Opção de Venda Privado de Produtos Agrícolas.

PROTERRA – Programa de Redistribuição de Terras e de Estímulo à Agroindústria do Norte e do Nordeste.

PROVAPE – Programa de Valorização da Pequena Produção Rural.

SEC – Securities and Exchange Commission (Comissão de Títulos Mobiliários e da Bolsa).

SENN – Sistema Eletrônico de Negociação Nacional.

SFN – Sistema Financeiro Nacional.

SIBB – Sistema Integrado de Bolsas Brasileiras.

SNCR – Sistema Nacional de Crédito Rural.

SRCA – Sistema de Registro de Custódia de Títulos do Agronegócio.

TCT – Teoria dos Custos de Transação.

TR – Taxa Referencial.

VEP – Valor de Escoamento de Produto.

SUMÁRIO

	Página
INTRODUÇÃO	15
1. Como surgiram as bolsas e como é hoje o mercado de bolsa em nosso país.	19
1.1) Das <i>feiras</i> e mercados ao ar livre aos mercados de bolsa.	19
1.2) A estruturação do mercado financeiro e as origens das bolsas no Brasil.	24
1.3) O Mercado de Bolsa no Brasil: a Bolsa de Mercadorias.	29
1.4) A constituição de um mercado nacional de bolsas no Brasil.	36
1.5) Concentração do mercado de bolsa: expansão e crise.	46
1.6) Conclusão: das bolsas regionais à bolsa única – BM&FBovespa.	52
2. A Nova Economia Institucional e o processo de constituição da BM&FBovespa.	57
2.1) A Teoria dos Custos de Transação (TCT) e a Nova Economia Institucional (NEI).	57
2.2) As Instituições Econômicas (IE) e a integração nas bolsas de valores.	60
2.3) Estruturas de Governança e a integração no mercado de bolsa de mercadorias.	64
2.4) A Teoria dos Custos de Transação (TCT) e a constituição da BM&FBovespa.	70
2.5) Conclusão: BM&FBovespa (A Nova Bolsa).	76
3. A BM&FBovespa e os novos instrumentos de financiamento para agricultura.	78
3.1) Período de mudanças nos instrumentos de financiamento agrícola.	78
3.2) Redefinindo os Instrumentos tradicionais.	81
3.3) Novas formas de atuação do Governo, rumo à integração com o mercado privado.	86

3.3.1) Conceitos básicos para atuar no mercado privado.	89
3.3.2) Os primeiros movimentos rumo ao mercado privado.	96
3.4) As CPR no <i>segmento</i> BM&F e a preparação para os novos títulos do agronegócio.	102
3.5) Conclusão: a multiplicação dos “novos instrumentos”.	109
CONSIDERAÇÕES FINAIS	114
ANEXO I: Estrutura Organizacional do Sistema Financeiro Nacional - SFN (2011).	120
ANEXO II: Relação de bolsas de mercadorias agrícolas em atividade e suas respectivas associações.	121
ANEXO III: Contrato Futuro de Café Arábica – Especificações – BM&FBovespa.	127
ANEXO IV: Minuta de Cédula de Produto Rural (CPR) – Física.	133
ANEXO V: Minuta de Cédula de Produto Rural (CPR) – Financeira	134
ANEXO VI: Relação de atos legislativos consultados.	135
BIBLIOGRAFIA	142

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. A “bolsa” é, assim, um mercado *institucionalizado*, na medida em que é representada por “*padrões de ação coletiva, que não se reduzem à pura soma dos atos individuais*”, como assinalado originalmente por Veblen¹.

A primeira distinção que devemos fazer é quanto ao objeto que está sendo negociado, isto é, se estamos negociando produtos agropecuários, como café, soja, milho, algodão, gado, etc., ou ativos, seja 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, seja de origem financeira, como moedas, índices de preços, taxa de câmbio e taxas de juros, ou mesmo 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 “a futuro”, podendo também ser para entrega física do ativo ou para liquidação financeira, em dinheiro, no vencimento. 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.

Meu objetivo neste trabalho é explicar como o processo de organização de um mercado passa necessariamente por esforços para se definir as regras que vão determinar como os agentes envolvidos nas transações devem, ou podem, se comportar – o “ambiente institucional” – e quais *arranjos* fazem parte deste processo. A definição destas regras é constituída pelos

¹ Citado na apresentação de Maria Hermínia Tavares de Almeida na coleção “Os Economistas”, 1983.

elementos que são próprios do contexto em que os agentes envolvidos nas transações estão inseridos, pois a maior ou menor presença de regras institucionais (*organizações políticas*), seja de natureza pública ou privada, está 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, buscando, desta forma, dar maior clareza sobre o que está sendo realizado, e, com isso, maior segurança para seus participantes. Assim, em contextos econômicos marcados por sucessivos eventos geradores de instabilidades, a presença de freqüentes esforços de regulamentação é comumente justificada pela necessidade de se garantir que as transações sejam realizadas com maior segurança, ou mesmo, de se tentar adequar as suas práticas aos novos eventos que provocaram as transformações no mercado, uma vez, que as respostas necessárias não se realizam de forma “autônoma”, ou, ainda, de dar ao mercado uma nova conformação (*ambiente institucional*) de acordo com as necessidades/exigências dos seus gestores. Desta forma, 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, resultado de um processo de construção social que busca constituir “instituições” que representam as práticas de todos os agentes envolvidos em seus negócios. E este processo de constituição que resultou na formação da BM&FBOVESPA S.A. é um excelente exemplo de como estas transformações pode dar-se em um contexto em que os agentes envolvidos nas transações se defrontam com um novo ambiente institucional. Para tanto, realizaremos este trabalho a partir de três eixos fundamentais apresentados em três artigos, divididos em cada um dos capítulos, com um tema comum, o processo de constituição e transformação do mercado de bolsa no Brasil:

- i) uma revisão histórica que busca resgatar as origens da constituição do mercado de bolsa em nosso país, sem, é claro, deixar de fazer referência aos elementos que este processo tem em comum com as transformações ocorridas no mercado internacional;

- ii) chamar a atenção para os fundamentos teóricos que combinam tanto o “Velho” Institucionalismo quanto a “Nova Economia Institucional” ou “Teoria Neo-Institucionalista”, como instrumentos essenciais para se entender como os negócios realizados em bolsa, são elementos constitutivos de um processo social, resultado e resultante das formas como os indivíduos se organizam e formam instituições, que, uma vez “criadas” (regras, regulamentações, normas e aparatos organizacionais), promovem transformações que são o produto evolutivo de uma série de inovações nas organizações, como, também, conceitos Pós-keynesianos que são próprios da temática da organização e do desenvolvimento de contratos e estruturas financeiras, assim como aspectos da Sociologia Econômica, na medida em que a interação do Estado e seu papel regulador é parte fundamental de todo este processo; e
- iii) a partir da coleta de informações sobre os novos instrumentos de financiamento agropecuário, do período pós 1994, principalmente as Cédulas de Produtos Rurais (CPR)² – tanto físicas, mas, sobretudo, financeiras – que são típicos “contratos” desenvolvidos de acordo com interesses comuns entre os agentes públicos e o mercado privado, revelar como um mercado de bolsa consistente, capaz de operar plenamente com diferentes mercados (seja vista e/ou a futuro, tanto para ativos, quanto para mercadorias) e preparado para participar do processo de regulação e acompanhamento, funcionando como muito mais do que apenas um “ambiente propício para realização do negócios”, é um exemplo de como um processo de construção institucional que resulta em instituições, “regras do jogo”, que refletem os anseios dos diferentes participantes do mercado, pode proporcionar bons resultados e, até, gerar frutos, como novos títulos, representados pelos instrumentos financeiros, *contratos*, desenvolvidos a partir de 2004.

Desta forma, cada um destes eixos se constituirá em um dos três capítulos que compõem este trabalho. O primeiro capítulo é desenvolvido a partir da pesquisa histórica, o 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 realizada a revisão bibliográfica que nos permitirá entender quais são os fundamentos teóricos que podem ser utilizados para se entender como as transformações promovidas no mercado de bolsa em nosso país são o resultado de um

² A partir da Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994.

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 que deu origem não só a uma nova “Instituição” (a BM&FBOVESPA S.A.), que é a expressão atual do mercado financeiro brasileiro, principalmente o de bolsa. Por outro lado, pretende-se mostrar 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 locais e nacionais. Arrematando o trabalho, realizaremos em nossas considerações finais, alguns comentários sobre os diferentes aspectos que foram levantados sobre este processo de construção destas novas instituições, que, sendo contínuo, sempre necessitará de novas leituras, principalmente devido à grande variedade de contratos, tanto os tradicionalmente negociados, que sofreram alterações no decorrer deste processo, quando dos novos contratos que foram sendo lançados a partir do período estudado, 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 antigüidade (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*³) 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 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.

³ 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. 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").

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 pode 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. 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 a dois motivos básicos: i) garantir uma oferta regular e a qualidade das mercadorias agrícolas para os centros urbanos que se expandiam e, em seguida, de outras mercadorias com grande importância para o comércio local e moedas e metais preciosos (valores); e ii) 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 novamente⁴ 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.

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 nº 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

⁴ 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)

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 comerciais⁵, 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 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 existiam⁶.

São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul, Bahia, Pernambuco, Ceará e Maranhão, são estados que desde sua época como províncias⁷, 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.

⁵ Em novembro de 1845 é aprovado pelo Decreto nº 438 (de 13 de Novembro de 1845) o estatuto do Banco Comercial da Província da Bahia.

⁶ 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.

⁷ 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.

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.

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 nº 575, que estabelecia novas regras para a incorporação de quaisquer sociedades sob o regime de sociedade anônima, onde se definia (Art. 2º) 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 nº 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 1º e 2º) e quem não pode ser corretor (em seu art. 3º).

É a partir do Decreto nº 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. 6º), 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 numero 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, no caso do não cumprimento destas exigências ou a sua falta por um período de 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 negócios⁸, em horários

⁸ Art. 42. A casa da Praça do Comércio é o único lugar competente para a reunião dos Corretores. (Decreto nº 806, de 26 de Julho de 1851)

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 conseqüência, do mercado de bolsa – que por definição é segmento no qual as empresas podem buscar recursos para se financiarem, principalmente, 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 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 infra-estrutura 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 exportações⁹ do país. Este foi 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.

⁹ 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.

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. 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)¹⁰, 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 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 distinguiu 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

¹⁰ 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.

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 preciosos¹¹ – sendo este cargo identificado como um ofício público (no qual sua nomeação e demissão se davam pelo Presidente da Republica, 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.¹²

Temos, a partir daí, o início do processo de separação dos mercados e a especialização dos corretores. As Bolsas de Fundos Públicos – para a realização dos negócios com títulos públicos e privados, sejam de dívida, comerciais ou patrimoniais, e valores financeiros – se transformariam nas Bolsas de Valores, onde atualmente só são negociados títulos relativos à participação no capital e nos resultados das empresas de sociedade anônima. As Bolsas de Mercadorias, por sua vez, realizam as transações com os demais ativos financeiros não amodados¹³ e mercadorias, agropecuárias ou não (as *commodities*), sendo possível, em qualquer uma destas bolsas, serem 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. A partir deste momento, os corretores

¹¹ 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.

¹² Decreto nº 2.475, de 13 de março de 1897 (Coleção de Leis do Brasil - 1897, Página 227 Vol. 1 pt.II).

¹³ Metais preciosos em barras ou na forma em que não representem moedas circulantes.

estavam subordinados ao recém criado Ministério dos Negócios da Agricultura, Indústria e Comércio¹⁴ 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 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 (origem das atuais bolsas 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 do espaço reservado ao publico, 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.

¹⁴ 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).

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 síndico¹⁵ da Junta dos Corretores.¹⁶

Estes corretores 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), foi-lhes 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 às 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, 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.¹⁷

¹⁵ 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.

¹⁶ Art. 22 do Decreto nº 8.248, de 22 de Setembro de 1910 (Diário Oficial da União - Seção 1 - 24/09/1910, Página 7707).

¹⁷ TEIXEIRA, Marco Aurélio. Mercados futuros: fundamentos e características operacionais. São Paulo. BM&F, 1992: pag. 10.

Fortes conturbações políticas que ocorreram neste período principalmente devido à 1ª Grande Guerra (1914 a 1918) e nos primeiros dois anos que a precederam, 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; a crise financeira internacional de 1907; a queda nos preços da borracha após 1910; 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 1906¹⁸ e a retomada dos investimentos europeus a partir de 1918. Todos estes eventos 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 constituíram regras que delimitavam e restringiam 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 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

¹⁸ 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).

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. 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. 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 filiadas 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, onde, nestes últimos, 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 à 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). De 1934 a 1937 o Brasil experimentou taxas de crescimento da economia por volta de 6,5% a.a.¹⁹, 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.

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. Estas, ainda constituídas como entidades públicas, com a ingerência dos governos estaduais em suas administrações, vinculadas às suas secretarias de finanças, e como organizações em que se poderiam realizar

¹⁹ ABREU... [et al], op. Cit. 1990: p. 85.

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, então sediada no Palácio do Café, no Pátio do Colégio (centro da cidade de São Paulo) 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 infra-estrutura 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.

– Mudanças pós- 1964.

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. 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 último, as ineficiências e as restrições ligadas ao comércio exterior.²⁰

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 Fazenda²¹, 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

²⁰ ABREU... [et al], op. Cit. 1990: p. 228.

²¹ 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.

e do crédito, e o Banco Central do Brasil (BCB)²², 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 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 autorreguladoras compostas pelas sociedades corretoras. 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

²² Constituído originalmente como “Banco Central da República do Brasil”, mas teve sua denominação alterada conforme o Decreto-Lei nº 278, de 28/2/1967.

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)²³ 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

²³ 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).

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 Brasil²⁴, 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 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.

²⁴ 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”.

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 distribuídas²⁵:

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

²⁵ PUBLICAÇÃO SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS. INFORME SENN (Sistema Eletrônico de Negociação Nacional), CVM: 1997.

- Bolsa de Valores Regional – BVRg (CE–RN–PI–MA–PA–AM); e
- Bolsa de Valores de Santos – BVSt.

Das quais, 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) Concentração do mercado de bolsa: expansão e crise.

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 constituiriam 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 Goulart²⁶ 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 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 externos²⁷.

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

²⁶ 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%. ...
---	----------	---------------------------	-----	---------------------------	------	---------------------------	-----	---------------------------	------	---------------------------	------	----------------------------	------	-----------------------------	------	-----------------------------	------	-----------------------------	------	-----------------------------	------	-----------------------------	------	-----------------------------	------	-----------------------------	------	--------------------------	----------

²⁷ 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.”

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 institucional do atual mercado de valores mobiliários.

Contudo, este período também foi marcado pela forte presença da intervenção do setor público no mercado de capitais, tanto como agente promotor da expansão no volume e nos valores dos negócios realizados em bolsas de valores, como investidor direto, através de instituições financeiras controladas (BNDE – atualmente BNDES, BB, Caixas Econômicas e BNH), de recursos públicos em projetos vinculados aos planos de crescimento econômico do país. Já em 1964, o Governo através da Lei nº 4.357 (de 16 de julho de 1964) passou a autorizar a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional (OTN) e realizou alterações na legislação do imposto sobre a renda, para relacionar o “valor nominal unitário” das recém criadas OTN’s as “letras e debêntures das empresas particulares idôneas” negociadas nas Bolsas de Valores (art. 1º, § 3º), determinando, em seu art. 2º, que os recursos do Fundo de Indenização Trabalhista²⁸ seriam obrigatoriamente aplicados na aquisição destes novos títulos do “Tesouro Nacional ou na Bolsa de Valores”.

Em seguida foi introduzido pelo Decreto Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, aquele que seria o principal “fundo fiscal de investimento” deste período, o “Fundo 157”, que representava um incentivo para a aplicação de novos recursos no mercado acionário, ao possibilitar que os contribuintes tivessem a opção de utilizar parte do imposto de renda devido²⁹, quando da sua declaração anual do Imposto de Renda, em aquisições de quotas de fundos de ações e debêntures, administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador, de companhias abertas negociadas em bolsa. Com a criação dos Fundos 157, instituiu-se um novo instrumento de estímulo para abertura de capital das empresas nacionais e sua capitalização, dado que estes recursos deveriam ser voltados para a aplicação majoritária

²⁸ O “Fundo de Indenizações Trabalhistas”, idealizado originalmente como um fundo de reserva para indenizações na legislação trabalhista a partir de 1943, foi previsto no art. 46 da Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958, e criado pelo art. 2º § 2º, da Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964, com a alteração feita pelo art. 6, parágrafo único, letra a, da Lei nº 4.923, de 23 de dezembro de 1965.

²⁹ Para pessoas físicas (Art. 3º), redução de dez por cento (10%), estendidos, a partir de 1969, para 12%, desde que aplique, em data que preceder à do vencimento da notificação do imposto, e pessoas jurídicas (Art. 4º), poderão deduzir do imposto de renda devido à importância equivalente a dez por cento (10%) desse imposto desde que a mesma importância seja aplicada na efetivação do depósito ou na compra de certificados.

na subscrição de emissões primárias de ações, ao aplicarem dois terços dos seus recursos em operações na Bolsa³⁰.

Somando-se a este novo fluxo recursos oriundos destes “Fundos de Investimentos”, nas formas previstas a partir de 1967, com a regulamentação aprovada, em abril de 1970, dos “Fundos Mútuos de Investimento”, que estipulavam inicialmente uma aplicação mínima de 60% dos recursos em ações³¹, a criação, em setembro de 1970, do Programa de Integração Social (PIS) e, em dezembro, do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP) – como instrumentos adicionais na formação de poupança compulsória, ou *forçada* – que foram regulamentadas, posteriormente, através das resoluções nº 174 e 183 do BCB, de fevereiro e abril de 1971, tendo parte dos seus recursos destinados ao mercado de capitais, associados à conjuntura de redução das taxas de inflação, às bonificações decorrentes da correção monetária dos balanços e ao início do ciclo do “milagre brasileiro”, levaram os preços das ações a atingirem os níveis mais altos de euforia por volta de maio e junho de 1971.

O que é demonstrado tanto pelo resultado médio mensal do IBV (índice da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro), que chegou a 3.501,2 pontos, ou cinco vezes mais que o mesmo índice havia registrado em 1969³² (atingindo seu pico diário, em 14 de junho de 1971, com 5.236,3 pontos), como pelo recém criado Ibovespa (índice da Bolsa de Valores de São Paulo – que mede a variação de uma carteira de ações imaginária formada a partir de 1º de janeiro de 1968, partindo de 100 pontos base), que chegou a uma média mensal de mais de 1200 pontos, ou seja, multiplicando por mais de 12 vezes desde sua criação, num intervalo de apenas três anos e meio de vida deste índice³³, atingindo seu pico diário, em 14 de junho de 1971, a 2.573,9 pontos. Assim, como apontado por MACARINI (2006: 12):

o comportamento dos índices de preços reflete fielmente toda a “exuberância” do processo: o índice Bovespa evoluiu de um nível próximo a 850 (dezembro/1970) para um máximo de 2.573 (em meados de

³⁰ Resolução nº 146, do BCB, de 8 de maio de 1970. Passando para 80% a parcela liberada para aplicação em Bolsa, a partir da Resolução 218, de 23 de março de 1972.

³¹ Resolução nº 145, do BCB, de 14 de abril de 1970. Passando, também, para 80% a parcela liberada para aplicação em Bolsa, a partir da Resolução 219, de 20 de abril de 1972.

³² LEVY, 1977: 624.

³³ Sobre a trajetória do Ibovespa consultar:

http://www.enfoque.com.br/poster/ibovespa/view_ibovespa_enfoque.aspx

junho/1971); o IBV, tendo alcançado 1.727 no final de 1970, escalaria o pico de 5.236 (junho/1971).

Contudo, após alcançarem pontuações máximas de valorização em junho de 1971, iniciou-se, na BVRJ e na Bovespa, as principais bolsas do país, um processo de venda de ações para realização de lucros por parte dos investidores (o que é comum no mercado de capitais após períodos contínuos de altas acentuadas), que coincidiu com as novas emissões que começavam a chegar às bolsas, ainda impulsionadas pelo “boom” do período imediatamente anterior, aumentando a oferta de ações, num momento em que muitos investidores procuravam vender seus títulos, o que resultou numa forte queda no preço dos papéis que se estendeu até outubro de 1973 com o primeiro “choque” do petróleo, reduzindo o Ibovespa a praticamente um quinto do pico alcançado em 1971.

Nesse contexto, o papel desempenhado pelo Governo, principalmente através de suas instituições financeiras, assumiu importância ainda maior, pois ao criar linhas de crédito seletivas, fundos setoriais e incentivos creditícios para promover a expansão das atividades e setores considerados prioritários, passou a atuar como agente contracíclico carreando grande gama de recursos de médio e longo prazos para esses projetos. De acordo com ZINI JÚNIOR (1984: 16) é possível dividir esses

fundos e programas de financiamentos oficiais segundo seus agentes responsáveis:

- a) fundos setoriais arrecadados pelo Tesouro Nacional – fundos de fomento específicos que abrangem o FINOR (para o Nordeste) e o FINAM (para a Amazônia, Pesca, Turismo, etc.);
- b) fundos financeiros do Banco Central – FUNAGRI e suas subcontas como o FNRR, FUNDEPE, FUNDAG, PROCAL, Proálcool e mais o FUMCAP, FUNINSO, FINEX, PROTERRA, PIN, etc.;
- c) fundos financeiros específicos do Banco do Brasil, BNDE e BNH – FIREX, FDI, FUNDIGRA, FAD (Banco do Brasil); FRE, FIPEME, FUNGIRO, FMRI, e FUNTEC (BNDE); FIMACO, FINASA, Recon (BNH).

Para atuar de forma a cobrir as necessidades de financiamento de longo prazo, que o setor privado não fornecia, o Governo passou a desenvolver, já a partir da década de 1950, uma estrutura institucional composta não só por regulamentações que estimulassem o investimento

de recursos nacionais e estrangeiros, mas também instituições públicas capazes de realizar estes investimentos. Assim, em 1952, o BNDE (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico) foi criado³⁴ como uma autarquia para ser o órgão formulador e executor da política nacional de desenvolvimento econômico, se tornando, em 1971³⁵, uma empresa pública, para atuar com maior autonomia e com patrimônio próprio, e, em 1982, num período marcado pela integração das preocupações sociais à política de desenvolvimento, passando a se chamar Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), se constituindo em um dos principais agentes de estímulo ao mercado de capitais no período pós 1971.

A regulamentação tanto do PIS como do PASEP no início de 1971, determinando que parte das aplicações destes fundos devessem ser sempre respaldadas por papéis negociáveis no mercado de capitais, em conjunto com os fundos originários de dotações orçamentárias, elaborados especificamente para este fim, como o “Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Capitais - FUMCAP” (constituído de repasses do BNDE e da CEF aos bancos de investimento para lastrear operações no mercado primário de ações), Decreto nº 69.554, de 18 de novembro de 1971, junto ao Banco Central do Brasil, como um fundo contábil, de natureza financeira, a autorização concedida a Caixa Econômica Federal – CEF, em 1973³⁶, para atuar nos mercados primário e secundário de ações, representaram a forte intervenção do setor público na busca da manutenção e do fortalecimento do mercado de capitais neste período de reversão de expectativas e queda, uma vez que a maior parte dos fundos, com origem nas entidades federais, deviam ser repassados para outras instituições, como, por exemplo, os bancos de desenvolvimento. Assim, grande parte destes recursos passou a ser destinados para o, então, BNDE, que passou a assumir, neste período, o papel de principal responsável pelo desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Em 1974, o BNDE passou a gerenciar os recursos do PIS e do PASEP, sendo seu único receptor, o que representou uma profunda mudança para atuação do banco, dado ao forte incremento na sua capacidade de investimento. Assim, neste mesmo ano, estabeleceu três subsidiárias para atuar no mercado de capitais, de modo a ampliar as formas de capitalização das empresas brasileiras. Essas subsidiárias eram a Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), a

³⁴ Lei nº 1.628, de 20 de junho de 1952. Sobre a importância do papel executado pelo BNDES neste período, agradeço imensamente aos comentários da prof^a Lavínia Barros de Castro.

³⁵ Lei nº 5.662, de 21 de junho de 1971. Enquadra o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE) na categoria de empresa pública, e dá outras providências.

³⁶ Decreto-Lei 1.259, de 19 de fevereiro de 1973.

Insumos Básicos S.A. Financiamentos e Participações (Fibase) e a Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa). Em 1975, o PIS e o PASEP são unificados em um único fundo, PIS-PASEP. Em 1982, num contexto marcado pelas sucessivas tentativas por parte do Governo de estimular e (re)organizar o mercado de capitais³⁷, o BNDES realizou a fusão de suas três subsidiárias, dando origem ao BNDES Participações S.A. - BNDESPAR, que até os dias de cumprir um importante papel em nosso mercado de capitais, com uma “filosofia de trabalho baseada em participação minoritária no capital das empresas, temporariedade do investimento e incentivo à captação de recursos no mercado”.³⁸

No período que vai do final de 1983 até 1986 o mercado de bolsa encena uma recuperação, chegando o Ibovespa a quase 4.000 pontos, para novamente voltar a cair. Em 1987, o desejado processo de internacionalização do nosso mercado capital tem seu marco inicial com a edição da Resolução do CMN nº 1.289, de 20 de março de 1987, e de seus anexos, que aprova os regulamentos que disciplinam respectivamente a constituição, o funcionamento e a administração de “Sociedades de Investimento”, de “Fundo de Investimento” e “Carteira de Títulos e Valores Mobiliários”, de capital estrangeiro. Contudo, somente a partir de meados de 1991 a bolsa retoma uma trajetória ascendente, mantendo-se acima dos 1.000 pontos³⁹.

1.6) Conclusão: das bolsas regionais à bolsa única — BM&FBovespa.

As bolsas de valores e de futuros passaram a ser definidas, a partir do final da década de 80, como instituições auto-reguladoras, condição esta que lhes foi assegurada pelas Resoluções do CMN, no 1645/89 (bolsas de futuros) e no 1656/89 (bolsas de valores). Essas Resoluções atribuíram às bolsas a responsabilidade pela regulamentação e fiscalização das transações realizadas em seus pregões e sistemas eletrônicos de negociação, pela arbitragem das disputas

³⁷ Criação e estímulo a novos investidores institucionais, a partir das entidades de previdência privada e atração das companhias seguradoras, Lei nº 6.435, de 15 de julho de 1977; instituição de um órgão regulador e supervisor do mercado de capitais, a partir da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e que criou a Comissão de Valores Mobiliários - CVM; modificação na legislação das sociedades anônimas, Lei nº 6.404/76; criação de uma carteira de redesconto dos fundos mútuos de investimento com recursos do PIS; permissão e estímulo à entrada de capital estrangeiro na Bolsa, Decreto-Lei nº 1.401, de 7 de maio de 1975.

³⁸ http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa.html

³⁹ Em 31 de maio de 1991 o “Regulamento anexo IV da resolução nº 1.289, de 20.03.87, que disciplina a constituição e a administração de carteira de valores mobiliários mantida no país por investidores institucionais constituídos no exterior”, que concedia isenção de IR, é regulamentado e aprovado pela Resolução nº 1.832 do BCB.

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.

Nesse sentido, é possível observar que 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; devendo, ainda, permanentemente, o referido local ou sistema, disponibilizar de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações.

A Bolsa passa, portanto, a ser representada, ativa e passivamente, pelo seu presidente, competindo ao Conselho de Administração as seguintes atribuições: 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, além das quais foram apontadas.

Dentro desse processo de transformação e modernização, a Bovespa concluiu, no ano de 2001, 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 BVRJ⁴⁰, 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.

No ano de 2007, foi dado o passo seguinte nesse processo de integração dos mercados de bolsa no Brasil, com os processos de “desmutualização” da Bovespa e, em seguida, da BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros), tornando-se, 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

⁴⁰ 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.

negociados⁴¹. Com a desmutualização, o capital da companhia se torna disponível para negociação, a partir da desvinculação — desmútu — 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, cujo capital era constituído por títulos patrimoniais, e se tornou uma sociedade por ações: a *BOVESPA Holding S.A.*; com a primeira disponibilização de suas ações (com o código de identificação: BOVH3) em negociação em bolsa no dia 26 de outubro de 2007.

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, agrupam-se, constituindo uma única bolsa, que reunia todas as suas atividades operacionais, dando origem à 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, transformando-se em uma das mais importantes “organizações econômicas” de nosso país.

Para consolidar sua posição e dar às 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

⁴¹ MARQUES, ... [et al], 2008: 215.

sistema de negociação de títulos públicos e outros ativos, conhecido como Sisbex⁴², 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 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 disponibiliza 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”). 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 de identificação: BVMF3; desde 20 de agosto de 2008. Em 1º de setembro, a ação (o papel) foi incluída na carteira do Ibovespa⁴³, 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 quatro clearings: ações, derivativos, ativos e câmbio; e um elenco de produtos que

⁴² Após adquirir, em abril de 2002, os títulos patrimoniais da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) de seus titulares.

⁴³ Após a criação da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), em 1967, foi criado, em 02 de janeiro de 1968, o IBOVESPA, para ser um indicador de desempenho das cotações das ações negociadas em bolsa. Constituído como uma “carteira teórica”, ou seja, uma simulação de uma aplicação, em R\$, em diferentes quantidades de ações, entre as mais negociadas, esse índice passou a funcionar como uma referência para o comportamento médio das ações no mercado de capitais brasileiro. Sendo, atualmente, um índice composto por 65 das ações mais negociadas em bolsa, mas com ações de apenas de 53 empresas, uma vez que Petrobras, Vale, Itaú, Bradesco, Usiminas, Oi (antiga Telemar) e Eletrobrás participam com mais de um tipo de ação.

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*), no entanto, desde julho de 2009, tanto o pregão do mercado “segmento” Bovespa, quanto o do segmento BM&F, já eram operados integralmente por meio de plataformas eletrônicas de negociação⁴⁴.

Ainda de acordo com o relatório publicado em 2008, além de sua sede em São Paulo, há unidades de representação da Bolsa nos estados do Ceará, Paraná, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul. Sendo assim, 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, tendo, ainda, em 2008, apresentado um lucro líquido de R\$909,6 milhões, divididos entre o segmento Bovespa, 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, além do volume médio mensal transacionado via *Home Broker* ter aumento de R\$15,2 bilhões para de R\$27,5 bilhões, e o número de investidores com contas de custódia ativas subido 14,5%, de 488 mil para 559 mil. Dessa forma, a Bolsa busca efetivamente contribuir para o crescimento econômico brasileiro.

O processo de construção e estabelecimento do mercado de bolsa no Brasil é resultado, portanto, não só de sucessivos arranjos que foram 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 nas atividades produtivas nacionais. Nesse sentido, observa-se que a construção institucional desses mercados opõe-se à concepção de que são resultados da ação das livres forças do mercado, como muitas vezes lhes é atribuída.

⁴⁴ A Bovespa, desde 2005, já possuía o seu pregão operando eletronicamente e havia implantado uma nova infraestrutura de tecnologia da informação, que permitiu o aumento do volume de transações no mercado de capitais.

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 apresentar, 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 deve ser analisado exclusivamente sob a premissa, habitualmente empregada, do funcionamento das “Livres forças do mercado” e que este mercado, ou estes mercados, não devem ser enquadrados sob uma estrutura de concorrência e que, muito menos, o modelo de “livre mercado” não é suficiente para entender as formas como se processam o conjunto de transações que são realizadas por todos os agentes envolvidos nestes mercados.

Buscaremos, inicialmente 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 mercadorias agrícolas, que são as mais antigas mercadorias negociadas em bolsas de mercadorias e futuros. Sem, contudo, deixar de fazer referência aos elementos da “Teoria Pós-keynesiana” que estão presentes nas questões relativas a incerteza e aos mecanismos de prevenção de risco no mercado financeiro, assim como, aos elementos da “Sociologia Econômica” ao se enfatizar a importância do setor público e suas instituições na organização e regulamentação destes mercados. 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 como apresentado originalmente por Williamson (1987): Instituições Econômicas do Capitalismo (IEC).

Assim, como apresentado por Pinheiro (2005: p. 62), e com citações deste autor: o conceito de “custos de transação” é parte fundamental do instrumental de análise da Nova Economia Institucional (NEI), contudo, não há uma definição única de 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.⁴⁵

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. Assim, ao buscarem reduzir estes riscos e suas conseqüências, as partes envolvidas nestas diversas transações criam instrumentos e mecanismos de gestão (estruturas de 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 processem exatamente como desejado.

⁴⁵ Citado por PINHEIRO, Armando Castelar & SADDI, Jairo. 2005: p. 62.

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 utilizar 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, utilizando a conceituação mais correntemente empregada (Williamson, 1987), 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) As Instituições Econômicas (IE) e a integração nas bolsas de valores.

Partindo dos pressupostos de que “instituições” representam as “regras do jogo” (North, 1994: p. 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 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 na estrutura institucional configuradas pelas regulamentações que promoveram as transformações que deram origem à atual estrutura do nosso Sistema Financeiro Nacional – SFN (Anexo I), podemos identificar claramente alguns dos fundamentos básicos da TCT, tanto na busca pela redução dos custos relativos ao processo de contratação e organização dos recursos, como ao

se criar especificações que diferenciasssem as operações no mercado de valores mobiliários, de ativos financeiros e de mercadorias das realizadas nos demais mercados⁴⁶.

Como as “organizações são os jogadores... (e estas) são compostas de grupos de indivíduos que possuem o mesmo objetivo comum, (as) organizações econômicas são as firmas, sindicatos, cooperativas etc.; (e as) organizações políticas são os partidos políticos, legislativo, órgãos regulatórios...”⁴⁷, a partir da Resolução nº 39 do BCB, de 10 de outubro de 1966, ao se promover a desvinculação das 27 bolsas de valores (compostas por corretores nomeados pelo poder público), da estrutura das secretarias estaduais de fazenda, as transformando em associações civis, sem finalidades lucrativas, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial, que passariam a funcionar sob a supervisão de entidades auto-reguladoras compostas pelas novas sociedades corretoras de caráter privado (que substituíram a figura dos corretores nomeados pelo poder público), iniciou-se a estruturação das atuais “organizações econômicas” do nosso mercado de bolsa, tendo como marco a fundação da Bovespa, em 1967, como instituição privada responsável pela manutenção, organização e auto-regulação do local (*locus*) de realização destes negócios. Sendo o BCB, a partir de 1965, e a CVM, a partir de 1976, as “organizações políticas”, ou seja, as instituições públicas constituídas com a finalidade de regulamentar e supervisionar as transações realizadas nos mercados de valores mobiliários, ativos financeiros e de mercadorias.

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 a estas 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 poderiam promover redução dos custos operacionais, 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

⁴⁶ Foi o caso da estruturação do “Subsistema Distribuidor de Títulos e Valores Mobiliários”, composto por instituições que atuavam como auxiliares financeiros, executando de forma especializada as operações que envolvessem os títulos de valores mobiliários e de mercadorias, que possuem natureza distinta dos títulos financeiros a juros, que são negociados pelas instituições financeiras, uma vez que são títulos que estão relacionados aos resultados operacionais das empresas que os emitiram e a variação no valor dos ativos e mercadorias que são objeto do contrato.

⁴⁷ Douglass North, citado por PINHEIRO: 2005, p.63 (com grifos meus).

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.

Estes argumentos de redução de custos operacionais e ganhos com sinergias, utilizados como justificativas para os processos de concentração/fusão das bolsas, nos permitem levantar uma questão sobre um tema que tem se tornado bastante presente nas análises feitas sobre diversos setores da economia e que é fundamental para realização das transações no mercado financeiro: – qual a importância do acesso as informações?

Pois se admitirmos a existência do livre acesso as informações e que todos os envolvidos em uma transação são “tomadores de preços”, pois conhecem de forma plena e precisa todos os detalhes que a envolve (qualidade, disponibilidade e preço do bem/ativo transacionado), a existência das “instituições”, como “regras do jogo”, passa a ser desnecessária, dado que, neste contexto, de informações simétricas (completas), a possibilidade de comportamentos oportunistas praticamente desaparece, tornando “códigos de conduta”, regras e agentes de controle desnecessários e, sobretudo, contrários aos interesses de agentes envolvidos em transações perfeitamente concorrenciais no mercado.

No entanto, se partirmos desde um dos argumentos mais tradicionais da Teoria Institucionalista, o de que devem ser elaborados e mantidos “códigos de conduta”, uma vez que não é possível existir pleno acesso as informações, que alguns dos competidores podem obter “poder de mercado” e a competição entre estes não ocorre de forma perfeita, e, adicionarmos hipóteses elaboradas a partir da NEI como: racionalidade limitada, oportunismos e especificidade de ativos – que evidenciam os custos com o estabelecimento mecanismos de salvaguarda, que se constituem em custos de transação (TCT); as instituições passam a se fazer necessárias como instrumentos para, entre outras atribuições, garantir o acesso às informações, se contrapor ao “poder de mercado” e diminuir os custos com as transações, e, com isso, dar condições para que estas se realizem com maior volume e intensidade, promovendo sua expansão e não a sua concentração, pois cada vez mais firmas e consumidores poderiam ingressar nestes mercados em busca dos melhores ganhos e com menores custos.

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, em seguida, com o desenvolvimento dos

sistemas eletrônicos, é implantado, em 1997, a plataforma de processamento de informações “Mega-Bolsa”, uma inovação tecnológica que se constituiu na base para implantação de um pregão integralmente operado por sistema eletrônico, que tornaria o acesso as informações mais amplo e imediato, viabilizando o aumento do número de participantes nos pregões.

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, como forma de permitir a continuidade deste processo de concentração, 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:

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...⁴⁸

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 todas as demais instituições a atuarem exclusivamente como bolsas de fomento, realizando apenas atividades que visassem promover e popularizar o mercado de capitais. Desta forma, de agosto de 2000 até o início de 2001, é realizado o processo de fusão operacional de todas as bolsas de valores ainda em operação no país com ao sistema da Bovespa, integrando as operações diárias com títulos e valores mobiliários, que eram feitas nos pregões destas bolsas, por suas sociedades corretoras membros, as quais passariam ser membros da Bovespa, ao sistema eletrônico de processamento de informações da Bovespa, o “Mega Bolsa”, que passava a ser o único em operação no país, oferecendo como características principais, o aumento na agilidade e no volume das transações realizadas e a redução nos custos operacionais das corretoras e nas transações realizadas em bolsa.

⁴⁸ Como descrito no Art. 1º da Resolução nº 2.690 do CMN, de 28 de janeiro de 2000.

Assim, a partir de 2001, estas inovações permitiram que as atividades de negociação, compensação, liquidação e custódia de valores mobiliários, passassem a ser realizadas exclusivamente neste novo mercado integrado e administrado pela Bovespa em conjunto com a CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia) – que é uma organização criada pela própria Bovespa, em 1997, a partir das novas regras de administração de risco adotadas para o mercado⁴⁹, para funcionar como uma *clearing* do mercado de valores mobiliários, sendo uma câmara de registro, compensação e liquidação, que faz parte da estrutura montada pela Bovespa para assumir o controle das operações no mercado de capitais.

2.3) Estruturas de Governança e a integração no mercado de bolsa de mercadorias.

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 à vista 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: p. 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

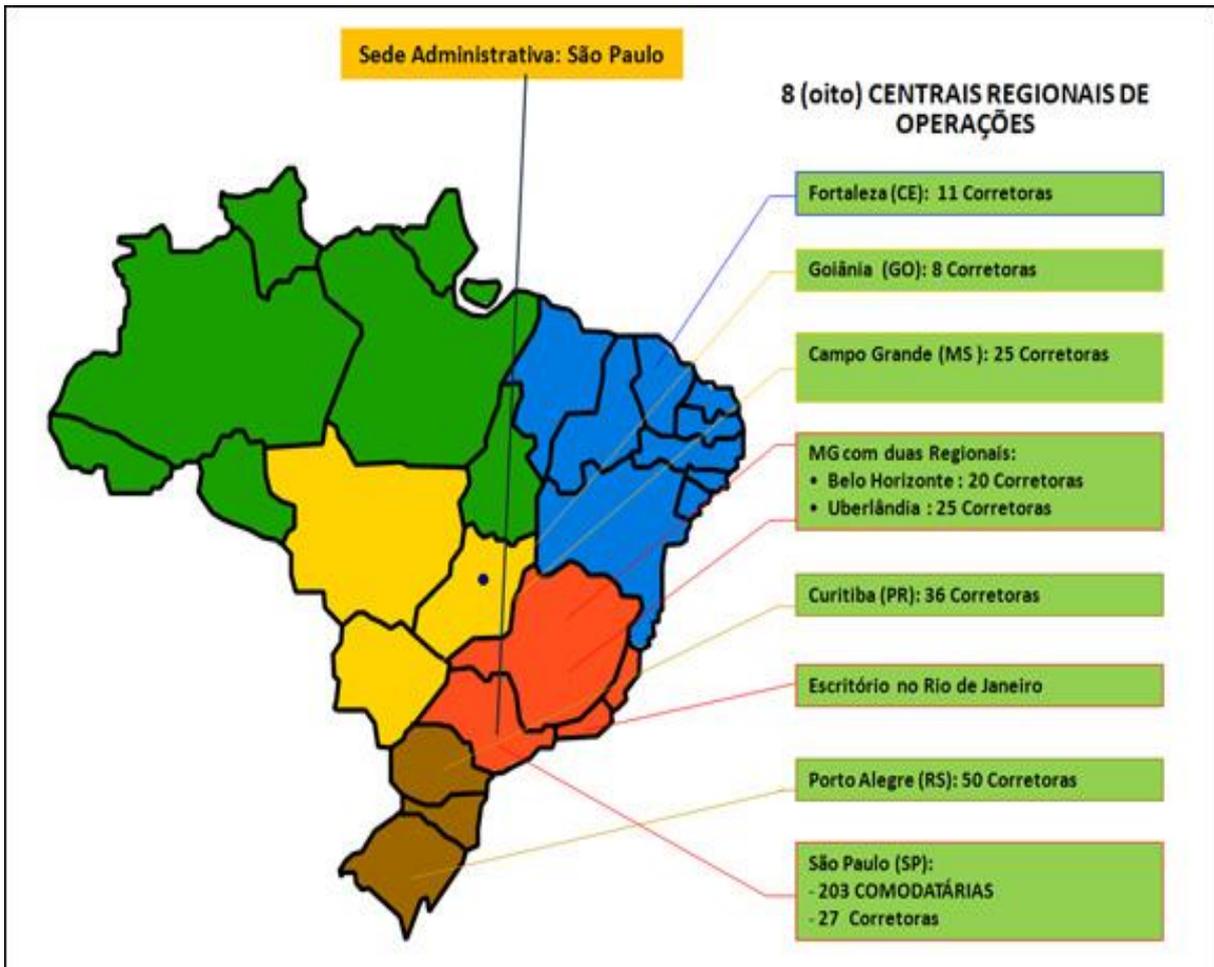
⁴⁹ Emenda ao “Acordo da Basiléia (I)” realizado em 1996, relativo à adoção de modelos de avaliação e controle de risco de mercado.

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)”, e que passou a ser controlada pela BM&FBOVESPA, que detém uma participação correspondente a 50,12% do seu patrimônio social. Desta forma, até abril 2011, a Associação Nacional das Bolsas de Mercadorias e Cereais (ANBM), que se define como “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 bolsas⁵⁰:

- 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; e
- Bolsa Nacional de Mercadorias – Brasília – BNM.

⁵⁰ De acordo com o site da ANBM: <http://www.anbm.com.br>

Figura 1: Distribuição da Bolsa Brasileira de Mercadorias – mercado à vista (BBM)



Fonte: <http://www.bbmnet.com.br/pages/portal/bbmnet/pages/conheca/conheca.asp>

A Bolsa Brasileira de Mercadorias (BBM – SP), que também é definida como uma associação civil sem fins lucrativos passou a reunir as bolsas de mercadorias dos estados de Minas Gerais (BBM – MG), Paraná (BBM – PR), Rio Grande do Sul (BBM – RS), Mato Grosso do Sul (BBM – MS), Goiás (BBM – GO), Ceará (BBM – CE) e da cidade de Uberlândia – MG (BBM – UB), e tem por objetivos:

*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.*⁵¹

⁵¹ Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/sobre-a-bolsa/empresas-do-grupo>

Reunindo o conjunto das transações realizadas nos pregões bolsas da ANBM e da BBM, aos negócios realizados no Mercado BM&F, da BM&FBOVESPA, somamos quase a totalidade dos os negócios realizados em bolsa com mercadorias, a vista e futuro, e com ativos financeiros. O volume de transações com mercadorias agrícolas em bolsa só não é total, devido a existência de bolsas de mercadorias, que mantêm contratos formais registrados junto a CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), e da BGARJ, que não fazem parte deste sistema⁵²:

- Bolsa de Gêneros Alimentícios do Rio de Janeiro - BGARJ;
- Bolsa Mercantil de Recife (PE) - BMR;
- Bolsa de Cereais de São Paulo (SP) - BCSP;
- Bolsa de Mercadorias e Cereais de SINOP (MT) - BMCS;
- Bolsa de Cereais e Mercadorias de Rondonópolis (MT) - BCMR;
- Bolsa de Mercadorias de Campina Grande (PB) - BMCG; e
- Bolsa do Brasil Central (GO) – BBC.

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:

1ª – “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;

2ª – “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

⁵² Para relação completa das bolsas em atividade, ver ANEXO II.

3ª – “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, como apontado por Williamson, 1996: p. 94; “as firmas não sendo meramente uma extensão do mercado, podem se apresentar (se organizar) de diferentes maneiras, 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, com duas destas formas, uma vez que ainda temos presente estruturas que se apresentam de forma híbrida, como é o caso das bolsas de mercadorias locais e regionais, onde os negócios que se realizam são basicamente para liquidação à vista e com entrega física do produto (objeto da negociação), e o mercado de balcão organizado mantido pela BM&FBOVESPA, onde os negócios são realizados de acordo com as especificações definidas caso a caso de acordo com os interesses e possibilidades de compradores e vendedores, pois, nestes mercados, 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, constituída, em seu formato atual, em 2008, a partir do progressivo incremento nas relações contratuais em que se constituiu a integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo⁵³ e da Bolsa de Mercadorias & Futuros⁵⁴, passou a ser esta estrutura principal de intermediação para operações no mercado a vista e de futuros, de mercadorias e valores mobiliários brasileiros, 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.

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

⁵³ Que, desde 2001, já reunia todo o mercado de valores mobiliários do país e a Bolsa Brasileira de Futuros do Rio de Janeiro.

⁵⁴ 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.

vez mais complexos e custosos. Assim, ao reconhecermos a firma como “um complexo de contratos” que apresentam custos de funcionamento (Farina, 1997: p. 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: p. 26) que contém todas as informações que são relevantes, sendo os custos relativos às transações que ocorrem em seu exterior irrelevantes para o entendimento do processo de geração de riqueza.

2.4) A Teoria dos Custos de Transação (TCT) e a constituição da BM&FBOVESPA.

A contribuição da TCT para o estudo das instituições econômicas (empresas, mercados e contratos) se insere numa discussão maior que é relativa à busca de novos instrumentos para entender como as transações econômicas – transações que são responsáveis pelo processo de geração de riqueza – podem se realizar de forma mais eficiente, isto é, menos custosa, indo além dos pressupostos microeconômicos tradicionais (neoclássicos) que identificam a 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 à 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 partir desta nova perspectiva, a reconhecer o “oportunismo” como a regra do comportamento humano, onde as pessoas só respeitam as regras se isto lhes convier, podendo esconder ou distorcer informações, para enganar os outros em benefício próprio; 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 que há “especificidades” que são importantes para os ativos, 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 os agentes buscam atribuir cada vez mais especificidade aos seus ativos como forma de garantir a realização das transações com base em características previamente definidas em contratos⁵⁵.

Ao considerarmos que o principal interesse da TCT recai sobre as transações que podem se tornar mais baratas se baseadas em ativos específicos, passamos a compreender porque os contratos no mercado financeiro, principalmente no mercado de derivativos agropecuários, assumiram cada vez mais detalhes, especificações, quanto ao formato do contrato e seu objeto de negociação (o Contrato Futuro de Café Arábica, negociado na BM&FBOVESPA, possui 6

⁵⁵ Como pode ser destacado nas especificações contidas nos contratos futuros de café negociados na BM&FBOVESPA, que serão discutidas a seguir, uma vez que, como as commodities são, em geral, citadas como exemplos de ativos genéricos, essas exigências/delimitações demonstram a fragilidade deste pressuposto.

páginas, com 23 itens – Anexo III). Assim, em transações onde há, simultaneamente, o investimento em ativos que sejam definidos claramente (características de qualidade, padrão, teor, tipo, etc.), ou seja, “ativos específicos”, e a criação de garantias ou salvaguardas, passa-se a apresentar maior eficiência e menor risco, dado que a apresentação de garantias permitirá as partes interessadas aceitarem um preço mais baixo devido à minimização de seus riscos de perda e o aumento da eficiência no negócio.

Na medida em que preço e *governança* estão relacionados, as partes em um contrato não deveriam esperar um preço baixo sem se dispor a oferecer salvaguardas. De forma mais geral, é importante estudar a contratação por inteiro. Tanto os termos *ex ante* como a maneira em que os contratos são depois executados variam segundo as características do investimento e as estruturas de governança associadas que sustentam as transações.⁵⁶

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: p. 269); demonstra a relevância desta análise para o entendimento e a explicação dos sistemas produtivos, de distribuição e comercialização, 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 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 (contratos) feitos entre as partes e os “custos de transação” são os custos em que se incorre para adquirir, proteger e transmitir direitos de propriedade, o mercado financeiro fornece elementos mais do que suficientes para aplicação do instrumental de análise da Nova Economia Institucional.

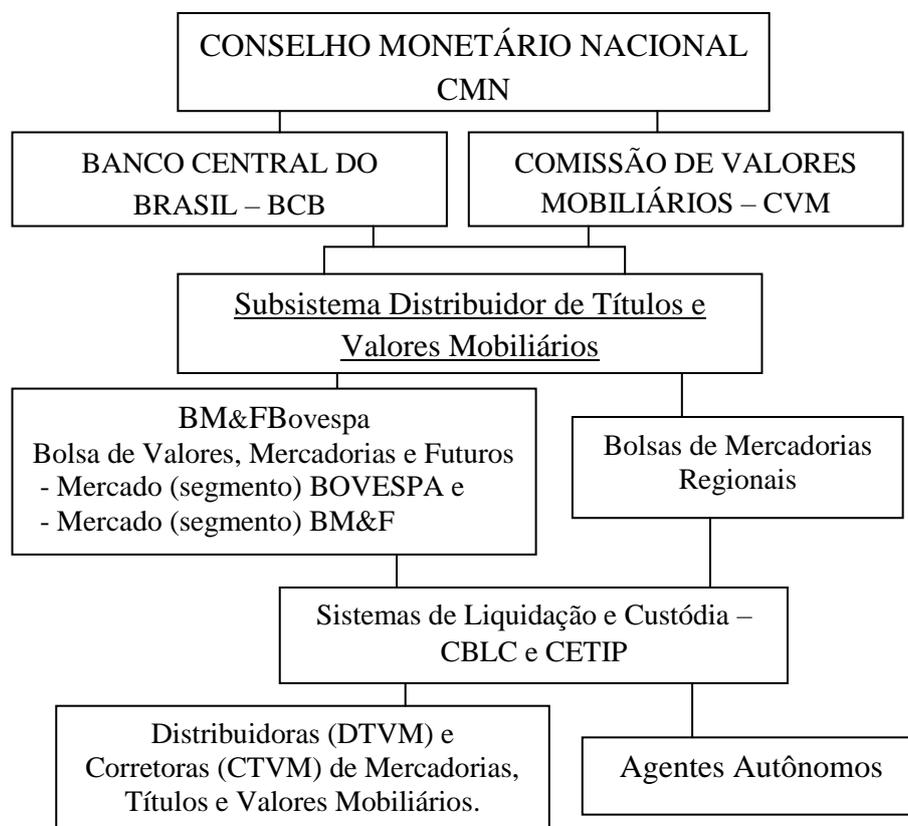
Utilizando as formulações de Williamson⁵⁷ sobre o ambiente institucional, macroanalítico, podemos partir do esforço dos agentes públicos em construir um arcabouço legal e de instituições (CMN, BCB e CVM, só para citar as diretamente relacionadas – Figura 2) que dê validade e condições de funcionamento aos arranjos desenvolvidos pelos próprios agentes

⁵⁶ Williamson, citado por PINHEIRO, Armando C. e SADDI, Jairo: 2005, p.68.

⁵⁷ ZYLBERSZTAJN, D. e SZTAJN, R. (org.): 2005, p. 42.

econômicos, públicos ou privados, no mercado de bolsa, o qual, em conjunto com a estrutura de auto-regulação criada pela própria bolsa, a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM), passaram a representar o ambiente macroanalítico das “regras do jogo”, passando pelos sucessivos “arranjos institucionais” que culminaram na atual estrutura do mercado de bolsa no Brasil, representado pela BM&FBOVESPA e pelo conjunto de organizações econômicas, empresas, que administram e realizam suas transações de acordo com as regras que devem ser cumpridas por todos que desejam participar deste mercado, que representam o ambiente microanalítico, a partir do qual, se apresenta 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.

Figura 2: Estrutura organizacional das Instituições Econômicas do mercado de bolsa:



Em 2007, a partir da Instrução nº 461, de 23 de outubro de 2007, foi criada BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM), para atuar na fiscalização do mercado de valores mobiliários, como órgão auxiliar da CVM no que concerne à regulação dos mercados da bolsa. Até a completa integração das antigas bolsas, Bovespa e BM&F, a BSM só cuidava do que agora se chama “segmento” Bovespa (mercado de ações), mas, a partir de 2008, passou a responder também pela regulação do “segmento” BM&F (mercados de commodities e futuros). Tendo como atribuições fiscalizar a observância das regras e normas de conduta estabelecidas, bem como da regulamentação vigente, de maneira a identificar violações, condições anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de por em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado.

Assim, em estruturas, que ao contrário, são 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 comportamentos oportunistas (busca da obtenção ou ampliação de lucros extraordinários, em virtude destas assimetrias) por parte dos agentes envolvidos nas transações, o que pode ocasionar problemas na formulação, estabelecimento, execução e renovação dos contratos, levando, conseqüentemente, a elevação dos custos de transação, o que pode inviabilizar certos mercados, “a menos que, para funcionar, contem com o apoio de instituições mais complexas do que apenas as instalações físicas”⁵⁸ representadas por mercados/locais de encontro de vendedores e compradores.

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 reagem e buscam formular mecanismos e estruturas de governança que restrinjam, minimizem e, até, se possível, eliminem estes riscos. Uma vez que, como os custos de transação variam bastante de um mercado para outro, ao analisarmos mercados onde as transações não se realizam a partir de compras a vista, mas sim, com pagamentos que envolvem prazos para uma data futura, onde os ativos apresentam elevado valor e suas formas de negociação são dotadas de especificidades, estes custos podem se tornar elevados, levando a um processo de internalização das transações, em que estas sejam

⁵⁸ PINHEIRO, Armando C. e SADDI, Jairo: 2005, p.64.

desenvolvidas no interior de uma mesma empresa, ou a formulação de contratos que estabeleçam salvaguardas como garantias e limites para as transações.

Desta forma, podemos utilizar os argumentos da TCT para descrever o processo de construção institucional que resultou na formação da BM&FBOVESPA como uma companhia (firma) que reúne em sua estrutura os diferentes segmentos do mercado (à vista, futuro, ações e ativos mobiliários, mercadorias agrícolas e ativos financeiros, bolsa e balcão) e controla ou participa de todas as suas etapas (colocação no mercado, negociação, custódia, liquidação, financiamento, supervisão e regulação), atuando:

Como principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais, a companhia 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.

Por meio de suas plataformas de negociação, realiza o registro, a compensação e a liquidação de ativos e valores mobiliários transacionados e a listagem de ações e de outros ativos, bem como divulga informação de suporte ao mercado. A companhia também atua como depositária central dos ativos negociados em seus ambientes, além de licenciar softwares e índices.

A bolsa brasileira desempenha também atividades de gerenciamento de riscos das operações realizadas por meio de seus sistemas. Para tanto, possui uma robusta estrutura de *clearings* de ações, derivativos, câmbio e ativos, que atua de forma integrada, com o Banco BM&F, de maneira a assegurar o funcionamento eficiente de seus mercados e a consolidação adequada das operações.

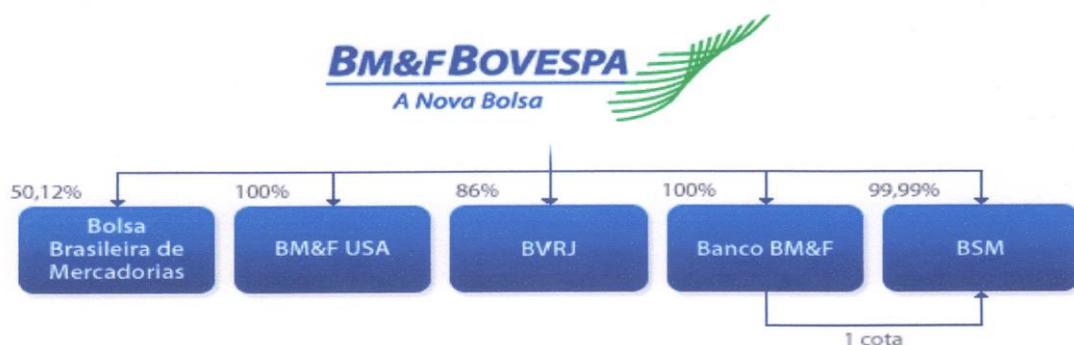
Única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil, a BM&FBOVESPA ainda exerce o papel de fomentar o mercado de capitais brasileiro. Para tanto, desenvolve inúmeros programas de educação e popularização de seus produtos e serviços. Também gerencia investimentos sociais, com foco no desenvolvimento de comunidades que se relacionam com seu universo.

Tendo em vista sua área de atuação, a BM&FBOVESPA está sujeita à regulação e à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil.⁵⁹

2.5) Conclusão: BM&FBOVESPA (A Nova Bolsa).

Como uma das proposições da Nova Economia Institucional (NEI) refere-se a procurar identificar qual a melhor forma de organização das transações econômicas, cujas configurações alteram as condições iniciais para a alocação de recursos, com o objetivo de economizar custos de transação, determinando a fronteira que separa as transações feitas dentro da empresa, por mecanismos de coordenação e supervisão, daquelas efetuadas em seu exterior, por intermédio das transações no mercado, via sistema de preços, permitindo a identificação das formas organizacionais (em geral: firmas, contratos, mercados) que melhor cumpra esta função. Foi este processo que levou a estruturação de uma “nova bolsa” em nosso país, constituída (nesta nova estrutura) como uma firma integrada, a BM&FBOVESPA.

Figura 3: Estrutura Organizacional — BM&FBOVESPA (A Nova Bolsa)



Fonte: www.bmfbovespa.com.br/ri/portal_investidores/empresas_grupo. 2009.

Nesta nova estrutura (Figura 3), que abrange mais cinco empresas, temos ainda a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), que atualmente é uma bolsa de valores inativa, a qual

⁵⁹ BM&FBOVESPA. Perfil da BM&FBOVESPA. Relatório Anual: 2009.

possui um protocolo de intenções, celebrado com o Governo do Estado do Rio de Janeiro, visando à sugestão de alternativas para o fortalecimento do setor financeiro do Estado, da qual a BM&FBOVESPA é detentora de 99 títulos patrimoniais, com participação correspondente a 86,09% de seu patrimônio social, e a BM&F USA Inc., que é o escritório de representação da Companhia em Nova Iorque. Este escritório tem por funções oferecer infra-estrutura e suporte às corretoras de valores e mercadorias que desenvolvem atividades junto a clientes estrangeiros; relacionar-se com órgãos reguladores e governamentais estrangeiros, bem como com bolsas estrangeiras, para analisar o potencial de alianças estratégicas; além de promover a difusão de informações sobre atividades da BM&FBOVESPA e seus produtos para investidores estrangeiros e a captação de informações internacionais relevantes.

Contudo, a relação entre a teoria institucional e as intervenções do setor público, por meio 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 à 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, e 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, 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 (*apud* 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 dessas partes no ambiente institucional, onde a forma organizacional adotada é uma variável de escolha que se deve ajustar à configuração presente na estrutura de custos de transação.

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. 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; 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, devido, principalmente, ao conjunto de transformações político-institucionais que se seguiram.

Estas transformações marcaram de forma bastante contundente os rumos pelos quais as políticas setoriais para a agricultura foram sendo traçadas a partir da 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

implantação das políticas para o seu setor, que desde a segunda metade da década de 1980 já vinha apresentando um forte agravamento em seu quadro estrutural, apresentando uma grave crise produtiva, financeira e social⁶⁰.

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 1980, início da década de 1990, 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 encontravam 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 se elevaram consideravelmente, o que só veio a contribuir para o aumento do nosso endividamento internacional.

Nesse sentido, é necessária a apresentação dos instrumentos de política agrícola que se constituíram nos alicerces desta transição, na qual foi gestada “um novo modelo de intervenção planejada cuja natureza, modo de funcionamento e configuração é bastante distinta do modelo anterior cristalizado no Sistema Nacional de Planejamento Agrícola dos anos 1960”⁶¹.

- Plano de Safra 1994/95.

O Plano de Safra Anual se constitui no principal instrumento de planejamento formulado pelo Governo Federal. Neste documento se encontram consolidadas as principais medidas que cada governo pretende aplicar a cada ano agrícola, sendo publicado em geral às vésperas do início do calendário agrícola, mas podendo estas medidas serem modificadas

⁶⁰ A respeito desse período e das mudanças que foram sendo processadas, incluindo suas conseqüências posso destacar os trabalhos de Delgado, G. (1985), Leite, S. (1998) e Delgado, N. (1998).

⁶¹ BUAINAIN: 1998, p. 05.

automaticamente pelo governo, desta forma, “não se constituindo, (...) em compromissos seguros que possam orientar as decisões dos produtores”⁶².

Até início dos anos 1990, as intervenções nos mercados agrícolas, a partir dos “Planos Anuais de Safra”, continham basicamente um arranjo de instrumentos de atuação que combinavam o fomento à produção, a antecipação dos preços de garantia, o crédito de custeio a taxas favorecidas e formas diversas de seguro de produção ou seguro de crédito, com o planejamento das condições específicas de comercialização desta produção, com arranjos de política cambial e a formação de estoques aos preços de garantia e/ou provisão do crédito de comercialização.

A partir do plano de safra 1994/95, que foi anunciado em meio a outro, o Plano Real, tivemos o delineamento das medidas que passariam a nortear a política agrícola para o governo, que buscava adequar-se ao novo cenário financeiro internacional e ao seu discurso liberalizante, substituindo, ainda que parcialmente, a formação física de estoques por mecanismo de garantia de preços, sem formação de estoques (Contratos de Opção de Venda, Prêmio para Escoamento do Produto, Valor do Escoamento da Produção e Cédula de Produto Rural). Estes mecanismos têm como base um novo quadro de estabilização econômica, com índices de inflação próximos a zero, com economia estável e moeda forte, em que o setor agrícola possui grande importância para a consolidação do programa de estabilização, mas que, também, se inserem na política de diminuição da participação do Estado na economia.

As ações que o Governo imediatamente anterior vinha empreendendo de diminuição gradativa de sua intervenção na economia ficaram ainda 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, ao mesmo tempo em que estas ações 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.

Foi, assim, criado o Programa de Valorização da Pequena Produção Rural (Provape), com o objetivo de beneficiar micro produtores (produtores familiares) que não tinham acesso à política agrícola. Para tanto, deveriam ser liberadas linhas de crédito para o custeio e a

⁶² Idem.

comercialização da safra, num valor total de US\$ 615,5 milhões. De acordo com as regras do programa, para serem beneficiados os produtores devem ter uma área total de até quatro módulos fiscais, no mínimo 80% da renda familiar deve provir da agricultura, não devem utilizar mão-de-obra permanente e também não podem ser beneficiários de contratos de crédito junto aos fundos constitucionais ou ao Programa de Crédito Especial da Reforma Agrária (Procera). O custo financeiro para esse programa será de 4% de juros ao ano, sem TR.

A partir do conjunto destas medidas, o Estado estimulava tanto a participação dos agentes privados nos negócios do setor agrícola, quanto, ele mesmo voltava a participar ativamente deste setor através de políticas específicas de fomento para um importante e desprivilegiado segmento da agricultura há muito tempo esquecida – a agricultura familiar ou de baixa renda. 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 discriminativa. Nesse sentido, trataremos 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 destinados a agricultura comercial e mais integrados ao mercado privado e financeiro, com destaque para o mercado de café. 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 - e prosseguindo até as inovações que foram sendo introduzidas, a partir desta nova orientação da política agrícola nacional, e que se constituíram no principal objeto deste capítulo, a CPR com liquidação financeira tem na sua busca de recursos fora das esferas governamentais a sua característica marcante de distinção.

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.)⁶³. 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 ao longo do tempo. Desvios de finalidades e o não cumprimento das condições dos empréstimos concedidos criaram um complicador a mais que tornou a disponibilização de recursos para as atividades de custeio da produção, investimentos e comercialização agrícolas ainda mais difíceis. Do mesmo modo, a fixação de preços mínimos que não atendiam às 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 1980⁶⁴.

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 as 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 saldar 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.

Com esta política e com medidas como o sistema de equivalência-produto⁶⁵ no crédito rural, inovação introduzida no 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

⁶³ 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.

⁶⁴ Como indicado por DELGADO: 1985, p. 79-89; e LEITE: 1998, p. 90-106.

⁶⁵ Sistema em que no ato da concessão do empréstimo, se calculava a quantidade equivalente do produto financiado, e dividia-se o valor total do financiamento, acrescido das despesas (inclusive juros), pelo preço mínimo vigente.

pelo excesso de estoques em seus silos e armazéns, mas também pelo desestímulo que causavam a atuação de empresas privadas nestes mercados, prejudicando o processo de formação dos preços agrícolas. Dado que no vencimento do empréstimo seria facultado ao tomador a liquidação de seu débito mediante entrega de documento representativo da estocagem do produto, na quantidade devida, para os mini e pequenos produtores era feita uma AGF direta e para os demais, um EGF-cov.

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 implantação do mecanismo de “Preço de Liberação dos Estoques (PLE)”, que funcionava como o “preço de intervenção”, introduzido inicialmente em 1988, passou-se a definir um nível de preço a partir do qual o governo poderia liberar os seus estoques. Desta forma estabelece-se 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. Institucionaliza-se, assim, 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. O governo passava a pagar a estes apenas a diferença entre o preço obtido e o preço mínimo, o que 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, e 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 foi com a “securitização” das dívidas dos produtores agrícolas, iniciada em 1995 e definida a partir do Plano de Safra 1996/97, que se buscou contornar a grave situação de liquidez deste setor. A securitização consistia num alongamento da dívida dos produtores, que dava a estes a opção de entregar, em produto, o valor equivalente ao refinanciamento do débito. O saldo da dívida seria corrigido pela variação dos preços mínimos mais 3% de juros a.a., para se evitar os problemas ocorridos no passado de descasamento entre os índices de correção dos ativos (preço mínimo) e passivos (débitos) dos produtores. O prazo de refinanciamento dependeria da capacidade de pagamento do produtor, podendo variar de sete a dez anos, com um período de carência de dois ou três anos.

Como a grande maioria dos produtores encontrava-se em situação bastante desfavorável para obtenção de novos empréstimos, uma vez que possuía um grande passivo nas mãos do sistema financeiro, este foi o caminho encontrado, realizando a reestruturação dos débitos a partir do seu parcelamento e da revenda destas dívidas. Nesta operação os credores renegociam suas dívidas com outros agentes, transformando estas dívidas em títulos que pagavam certa remuneração em juros, recebendo parte dos recursos emprestados originalmente e pulverizando seu risco entre os demais agentes financeiros. Assim, os devedores recobravam parte de sua capacidade de endividamento e os seus credores parte de seus recursos.

De qualquer forma as limitações financeiras do Tesouro Nacional, dado o aumento dos custos da dívida interna com a implantação 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.

Com inovações nos instrumentos tradicionais, como o “EGF-indústria”, instituído em 1996, para vincular o EGF-sov, concedido às indústrias processadoras interessadas, à comprovação

da compra do produto amparado pelo preço mínimo (ou acima)⁶⁶, com recursos provenientes do Crédito Rural, oriundos do sistema bancário, o financiamento passou a ter por objetivo garantir a aquisição de matéria-prima para as empresas que beneficiam ou industrializam os produtos comprados diretamente dos produtores rurais e de suas associações. Com isso, oferecia-se condições para que estas empresas pudessem manter estocados os produtos agrícolas à espera do melhor momento para venda, ou seja, quando os preços estivessem melhores, e, com isso, diminuía a pressão sobre a estrutura de estoque do setor público.

Através de instrumentos como o EGF-indústria era possível financiar até 100% da quantidade de produtos adquiridos, limitado a R\$ 20 milhões, com uma taxa de juros básica de 6,75% a.a., utilizando como valor base do financiamento o preço mínimo do produto divulgado pela Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB), representando uma modalidade de financiamento aos beneficiadores das matérias-primas agrícolas que garante a sustentação da política de preços mínimos (PGPM).

Os recursos aplicados nesta modalidade de EGF são originários quase que integralmente do sistema bancário privado, uma vez que os financiamentos são dados às indústrias e não aos produtores, o que reduz os riscos de inadimplência e os custos de transação, ao fornecerem maiores garantias e tornarem cada operação contratada vinculada a um processo específico de beneficiamento das mercadorias. Passando o Governo Federal a assumir 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 da mercadoria que é o 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.⁶⁷

As expectativas promissoras que se formaram a partir deste período para os mercados agrícolas devem ser entendidas a partir deste novo conjunto de medidas e de mudanças processadas no financiamento agrícola, dentre as quais se destacam a ampliação do volume de

⁶⁶ TURRA: 1997, p. 35.

⁶⁷ Idém.

recursos, a diminuição das taxas de juros, a securitização das dívidas, o crescimento do Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf) e os novos instrumentos de crédito à comercialização - Cédulas do Produtor Rural (CPR), Contratos de Opção, Prêmio de Escoamento do Produto (PEP).

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.

Redefinindo sua forma de atuação em diferentes segmentos do setor agrícola, passa, neste momento, principalmente, a redirecionar aqueles produtores e processadores mais modernizados e capitalizados, para uma estrutura de financiamento que buscasse maior relacionamento com o mercado privado de recursos nacionais e estrangeiros, ao facultar a captação de recursos externos para financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária⁶⁸. Passa o Estado a atuar como articulador de políticas que aprofundariam o relacionamento entre produtores e mercado, para, com isso, poder passar a exercer um papel mais ativo nos segmentos menos capacitados de nossa agricultura e, por isso mesmo, mais carentes de políticas públicas de apoio e desenvolvimento produtivo e social.

3.3) Novas formas de atuação do Governo, rumo à integração com o mercado privado.

Quando o Governo Federal começou a implementar sua política de retirada gradativa das atividades de financiamento direto dos segmentos mais modernizados da agricultura, como café, soja, cana e pecuária, os protestos foram imediatos e muito fortes. Afinal tratava-se de um dos mais importantes segmentos de nossa economia, responsáveis, ainda hoje, por grande parte de nossa pauta de exportação e pela obtenção de saldos comerciais positivos em nosso

⁶⁸ Com as Resoluções do CMN nº 2.148, 16 de março de 1995, e posteriormente com a de nº 2.483, 26 de março de 1998, estes instrumentos ficaram conhecidas no mercado como “63 *caipira*”, onde o governo dava as indústrias, exportadores e demais agentes privados a capacidade de tomar recursos no exterior a custos bem menores que os nacionais para financiarem os produtores agrícolas. Mas, em agosto de 2000, este dispositivo foi revogado pela Resolução nº 2.770 do CMN.

balanço comercial, os quais, permitiram, durante os anos de economia do “real”, que os resultados macroeconômicos do país fossem menos negativos.

A agropecuária contribui decisivamente na geração de empregos produtivos, reduzindo migrações, gerando renda em bases sustentadas e diminuindo desigualdades sociais e regionais. Ciente disto, o Governo Federal tem tomando diversas medidas com o intuito de incentivar o setor, fortalecendo a agricultura familiar, aprimorando os instrumentos de financiamento e comercialização, melhorando as condições de infra-estrutura do setor, fornecendo suporte científico e tecnológico, e contribuindo na inserção do setor no mercado internacional.

(...)

O crescimento da produção rural foi fundamental para manter a normalidade do abastecimento interno, contribuindo para a estabilidade do preço da cesta básica. Além disso, a agricultura foi capaz de gerar excedentes para exportações, haja vista o avanço no valor das exportações de produtos básicos, que nos primeiros três anos do Real foi, em média, de US\$ 11 bilhões contra US\$ 9 bilhões no período 1991/93, ou seja, um crescimento da ordem de 27%.⁶⁹

A redução drástica que ocorreu nos recursos destinados ao financiamento destas atividades a partir do ano de 1989, permaneceu como tendência nos anos que se seguiram, contudo, de forma menos acentuada, devido à atuação de agentes públicos do sistema financeiro, como o Banco do Brasil, através de sua carteira de crédito agrícola, e o BNDES, o que produziu um efeito anti-cíclico⁷⁰ em períodos de crise mais acentuada. Assim, para manter uma capacidade mínima de intervenção, o governo passou a reordenar os instrumentos e as práticas de financiamento no setor agrícola, combinando os instrumentos mais tradicionais da PGPM que ainda estavam em vigor, como as AGF e os EGF-sov (sem opção de venda), com novos mecanismos de apoio à comercialização e ao abastecimento, relacionados pelo Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA), como a seguir:

- a) Prêmio para Escoamento de Produto (PEP): inserido dentro do Programa de Escoamento da Produção de trigo, no segundo semestre de 1996, este mecanismo foi

⁶⁹ PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, Secretaria de Comunicação Social. Três Anos de Real: construindo um País melhor. Brasília, 1997.

⁷⁰ LEITE: 1998, p. 106.

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, onde 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.

b) Prêmio de equalização pago ao produtor (PEPRO): visa garantir que o produtor venda seu produto pelo preço mínimo, sendo a *equalização* dada pela diferença entre o preço de venda ao mercado e o preço mínimo, pago ao produtor;

c) Contrato de Opção de Venda Pública de Produtos Agrícolas: criado em 1997, assegura ao seu detentor o direito de entregar ao governo a quantidade de produto vinculada à operação no seu vencimento, por um preço previamente fixado (preço de exercício);

d) Recompra e repasse de Contrato de Opção de Venda: é feita uma reversão dos contratos de opção, mediante a oferta de subvenção financeira equivalente à diferença entre o preço de exercício e o preço de mercado;

e) Prêmio de Opção de Venda Privado de Produtos Agrícolas (PROP): similar ao Contrato de Opção de Venda do Governo, com a diferença que o lançamento das opções é realizado por empresas privadas, interessadas em comprar o produto;

f) Linha Especial de Crédito de Comercialização (LEC): criada em 2003, é chamada de linha “especial” porque, de acordo com as circunstâncias, permitir financiamento para produtos que não constam da PGPM;

f) Valor de Escoamento de Produto (VEP): subvenção que, assim como as “Vendas tradicionais”, realizadas por meio de leilões operados pela Conab para os produtos do estoque público, também possibilita a venda de estoque público. Se na venda tradicional o produto é comercializado na região de origem do depósito, no caso do VEP o governo paga uma subvenção – chamada de prêmio – para que o produto seja destinado a uma região pré-determinada (geralmente deficitária), conforme as necessidades de abastecimento do País.

Somados a estas novas formas de atuação do setor público, os novos instrumentos de financiamento privado, tomam a forma de títulos de crédito, que são a própria materialização das estratégias de obtenção de recursos que o Governo Federal tem empreendido, a partir do final da década de 1990, para atrair o capital privado para o financiamento das atividades

agrícolas e para o apoio à comercialização. Tendo como base a busca de uma maior participação dos agentes financeiros privados, incluídos aí as bolsas de mercadorias e futuros, foram criados novos instrumentos e alterados alguns já existentes, para se desenvolver o mercado secundário para estes novos negócios, com o objetivo de garantir a sustentação dos preços mínimos aos produtores e, principalmente, a utilização de expedientes menos intervencionistas, buscando regularizar os fluxos de comercialização dos produtos agropecuários através da combinação de instrumentos públicos com o mercado privado.

O segmento de comercialização agrícola é o 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 tem a maior participação das empresas de transformação e se consegue obter maior agregação de valor aos produtos⁷¹.

3.3.1) Conceitos básicos para atuar no mercado privado.

Antes de se apresentar os títulos de crédito que passaram a ser incorporados ao conjunto de instrumentos da política agrícola brasileira, é necessário esclarecer alguns pontos sobre os conceitos básicos referentes ao mercado futuro.

Mercado Futuro

É o mercado onde os contratos - a termo ou futuros - são firmados entre agentes que possuem o interesse de obter os direitos de propriedade (compradores/titular) de determinado ativo ou mercadoria (ativo objeto), em uma data futura (vencimento), daqueles que têm estes direitos (produtores ou não) e os põe em negociação no mercado (de balcão ou bolsa). Nos contratos que são negociados neste mercado, são definidos, no ato de sua contratação, todos os detalhes (especificidades) com que a compra e a venda deverão ser realizadas. As especificidades podem ser tanto para o contrato, detalhes, exigências e formas com que estes podem ser negociados, quanto para o ativo objeto de que trata o contrato, sendo estas exigências definidas basicamente a partir dos seguintes critérios:

⁷¹ Sobre as especificidades da produção agrícola, podem ser destacado os trabalhos de AIDAR, et all: 1981; SORJ & WILKINSON: 1983; e LEITE: 1998.

- ativo objeto do qual trata o contrato;
- características (especificidades) que o ativo objeto deve atender para poder ser entregue (entrega ou liquidação física) ou servir de referência para realização do contrato e, portanto, ter o preço que servirá de base para o cálculo do valor para a liquidação financeira (em dinheiro);
- forma como o valor para liquidação financeira será calculado, como o pagamento deverá ser efetuado, incluindo o padrão monetário a ser aceito;
- quantidade (lote padrão) do ativo de que trata cada contrato;
- garantias que podem ser fornecidas, formas com que estas garantias devem ser fornecidas e entregues e o agente responsável por sua guarda;
- punições previstas para o não cumprimento das exigências previstas no contrato; e
- data e local de vencimento (exercício).

Mercado a Termo

É o mercado onde a compra ou a venda de uma determinada quantidade de mercadorias é negociada, a um preço fixado, para liquidação em uma data futura (prazo de vencimento), a contar da data da operação em que o contrato que registra esta transação foi fechado. Neste mercado a liquidação do contrato se faz pela entrega física da mercadoria na quantidade, qualidade, forma e local definidos no contrato, havendo punições pecuniárias, que também estão previstas no contrato, a partir das garantias oferecidas, em caso de não cumprimento de alguma das exigências (especificidade). Toda transação a termo requer um depósito de garantia na sociedade corretora, e desta junto a um agente liquidante – câmaras (*clearing*): CBLC⁷², CETIP⁷³ ou a respectiva câmara do sistema BM&FBOVESPA, integradas, a partir de maio de 2004, ao Banco BM&F como banco liquidante padrão (reunindo

⁷² A Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), criada em 1997, pela antiga Bovespa, é hoje uma empresa com fins lucrativos, registrada sob a forma de sociedade anônima, responsável pelos serviços de guarda centralizada, compensação e liquidação (*clearing*) das operações realizadas no segmento Bovespa (à vista, derivativos, balcão organizado, renda fixa privada, etc.) da BM&FBOVESPA.

⁷³ A CETIP, antiga “Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados”, em operação desde 1986, é hoje uma companhia de capital aberto que oferece produtos e serviços de registro, custódia, negociação e liquidação de ativos e títulos, atuando como integradora do mercado financeiro. Passando, a partir de julho 2008, a operar como CETIP S.A. - Balcão Organizado de Ativos e Derivativos.

as câmaras de derivativos; câmbio e ativos). Contudo, qualquer corretora pode pedir a seus clientes garantias adicionais àquelas exigidas pelos agentes liquidantes.

O prazo neste mercado pode ser livremente escolhido, de acordo com cada contrato, assim como as garantias e o tipo de mercadoria, contudo, o prazo escolhido pelos investidores deve obedecer ao prazo mínimo de 12 dias úteis e máximo de 999 dias corridos. A realização de um negócio com um contrato a termo é semelhante à de um negócio a vista, necessitando a intermediação de uma sociedade corretora, que executará a operação, em pregão, por um de seus representantes, sendo possível o acompanhamento das operações do mercado a termo, durante toda a realização do pregão, pela rede de terminais da bolsa (seja a BM&FBOVESPA, a BBM, ou demais bolsas de mercadorias ainda em operação), onde, pouco tempo depois do encerramento das negociações e dos pregões, todas as informações importantes sobre os negócios a termo já poderão ser encontradas nos respectivos sistemas eletrônicos de divulgação e nas páginas dos principais jornais de negócios, como exigido pela regulamentação imposta pelos agentes reguladores.

O que aproxima estes contratos das estruturas de governança do tipo “híbrida”, uma vez que apesar dos incentivos para a realização dos negócios serem basicamente definidas no mercado, suas transações apresentam definições que podem ser definidas de forma tanto autônoma, através dos compradores e vendedores, quanto coordenada, ou seja, através de regulamentações impostas e supervisionadas por instituições reguladoras.

Mercado de Balcão

Tradicionalmente, o mercado de balcão é um mercado de títulos sem local físico definido para a sua realização, sendo as transações feitas por telefone e terminais eletrônicos entre as instituições financeiras e os demais agentes participantes, onde os títulos (ativos mobiliários e financeiros, contratos a termo, de mercadorias financeiras – metais preciosos, moeda, etc. – ou agropecuárias, CPR’s e demais títulos agropecuários) são negociados diretamente entre vendedores e compradores, negócio a negócio.

Assim, neste tipo de mercado as operações são fechadas de acordo com as especificidades exigidas por cada uma das partes, constituindo-se numa forma de

governança ainda mais próxima do tipo “híbrida”, uma vez que, apesar de serem realizados de acordo com as características de cada negócio, com “incentivos” inteiramente provenientes do mercado, apresentam suas regras de negociação bem definidas, sendo possível, contudo, a renegociação das exigências e especificidades, contidas no contrato e para a mercadoria, no decorrer do seu prazo de vencimento, negociadas caso a caso em cada contrato, mas que se não forem cumpridas oferecem punições pecuniárias.

A BM&FBOVESPA possui em sua estrutura um mercado de balcão, “Balcão Organizado”, que é um ambiente alternativo às bolsas, sendo administrado por instituições auto-reguladoras que propiciam sistemas informatizados e regras para a negociação de títulos e valores mobiliários. Estas instituições são autorizadas a funcionar pela CVM e por ela são supervisionadas. O mercado de balcão é chamado de organizado quando se estrutura como um sistema de negociação de títulos e valores mobiliários podendo estar organizado como um sistema eletrônico de negociação por terminais, que interliga as instituições credenciadas em todo o Brasil, processando suas ordens de compra e venda e fechando os negócios eletronicamente. Entretanto, os parâmetros de negociação e as regras de listagem neste mercado são menos exigentes do que nos mercados (segmentos) de bolsa, BM&F, para mercadorias e ativos financeiros, e Bovespa, para títulos e valores mobiliários.

No mercado de “Balcão Organizado” atuam como intermediários não só as corretoras de valores e corretoras de mercadorias, como também as distribuidoras de valores (DTVM) e os bancos de investimento (BI).

Derivativos

Um contrato que tem seu pagamento (liquidação) fixado para uma data futura (contrato futuro), ou um contrato que tem como direito negociado a opção (contrato de *opção* sobre futuro) de se realizar uma compra (opção de compra – *call*) ou uma venda (opção de venda – *put*) em uma data futura (vencimento) é chamado de derivativo por ser um título financeiro que tem seu preço e seu comportamento *derivado*, referenciado, determinado, pelo comportamento do preço no 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 possam interferir

no comportamento destes mercados, como, por exemplo, derivativos relacionados ao comportamento do clima⁷⁴ para mercados de produtos agrícolas ou de emissão de carbono para questões ambientais globais⁷⁵, sendo os ativos que servem de referência para formação destes contratos chamados de ativo objeto.

No mercado de derivativos, negociam-se contratos com vencimento e liquidação física – através da entrega da mercadoria/ativo objeto do contrato; ou financeira – através do pagamento em moeda corrente; para uma data futura estipulada no contrato como sua data de vencimento e por um preço determinando, ou seja, o preço com que o contrato poderá ser liquidado – preço de exercício. Os objetivos dos compradores e vendedores destes contratos estão na minimização dos riscos de mercado inerentes à atividade econômica a que se destinam, podendo ser na produção de bens, na geração de serviços⁷⁶, bem como nas taxas de juros do próprio mercado financeiro.

Contrato de Opção

Os contratos de opção como o próprio nome alude tratam das operações financeiras que envolvem uma decisão futura, a de se optar ou não em tomar certa decisão de vender ou comprar - exercer - de acordo com o que está estipulado no contrato que foi firmado entre as partes. Como em toda transação comercial há, no mínimo, duas partes, o vendedor e o comprador, este instrumento estabelece as condições para que, em uma data futura, seus participantes possam ou não concluir a operação de que trata o contrato de acordo com os seus interesses. A opção/escolha de se realizar ou não a transação de que trata este contrato (realizar a compra ou a venda), é, exclusivamente, daquele que comprou a opção, seu titular.

Ao vendedor do contrato chamamos de lançador e ao seu comprador chamamos de titular (Quadro 1), este último podendo transferir a sua titularidade para outros que desejarem adquirir o contrato de que está de posse, desde que paguem o preço

⁷⁴ Estes contratos são negociados basicamente na Bolsa de Chicago, EUA (CME) e na Bolsa Internacional de Futuro e Opções de Londres, Inglaterra (LIFFE).

⁷⁵ É o caso do “Mercado de Carbono” da BM&FBOVESPA que foi desenvolvido para viabilizar o fechamento de negócios com créditos gerados por projetos de Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL) – que é um dos instrumentos de flexibilização estabelecidos pelo Protocolo de Quioto com o objetivo de facilitar o alcance das metas de redução de emissão de gases de efeito estufa definidas para os países que o ratificaram.

⁷⁶ Este setor tem se revelado um dos grandes interessados nos derivativos relacionados ao clima.

(prêmio) 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 (quantidade e volume as 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

Como os contratos de opções podem ser de dois tipos: opção de compra (*call*) e opção de venda (*put*); estes podem apresentar diferentes características (Quadro 2), nos primeiros o titular vende por um dado preço, chamado de *prêmio*, o direito a 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, vencimento, chamada de data de exercício. Já no caso das *put*, o lançador vende ao titular, pelo valor do prêmio, o direito deste vender para ele um determinando lote padrão do ativo objeto de que trata o contrato (café, ouro, ações, etc.) ao preço de exercício, em uma data futura – data do exercício.

Neste trabalho, trataremos apenas das opções do modelo, ou estilo, “europeu”, onde, assim como nos contratos adotados em nossa Política Agrícola, as opções só podem ser exercidas na data de vencimento fixada no contrato.

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

Os contratos de opção podem ser também negociados no modelo “americano”, onde o titular possui o direito de exercer a *opção* em qualquer data a partir do primeiro dia útil seguinte à data de abertura da posição, pregão subsequente ao da compra, até a data de vencimento. Esta modalidade, por apresentar maior flexibilidade para o exercício, oferece ao titular maiores possibilidades de ganho/perda, tornando a ação dos especuladores mais intensa, e fazendo com que o número dos negócios no mercado secundário para estes contratos sejam maiores, aumentando, com isso, a liquidez dos contratos, mas, também, as variações nos seus preços. Por estas características, o modelo americano é o mais adotado para os contratos negociados em bolsa de valores e mercadorias⁷⁷, mas não para políticas públicas de sustentação de preço.

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

⁷⁷ Os contratos de opção (compra ou venda) de mercadorias agrícolas (Açúcar Cristal; Etanol; Boi Gordo; Café Arábica; Milho e Soja) negociados na BM&FBOVESPA são todos deste modelo/estilo.

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.

3.3.2) Os primeiros movimentos rumo ao mercado privado.

Partindo da apresentação destes conceitos que são fundamentais para se entender estes novos instrumentos financeiros, podemos passar para análise das operações/instrumentos que são formuladas no contexto de nossa atual política agrícola, que foram inaugurados com as mudanças promovidas a partir dos planos de safra 1994/95 e 1996/97, passando a integrar as operações de financiamento da comercialização das safras ao mercado financeiro.

Tendo por objetivo principal “*propiciar uma garantia de preços que não estivesse necessariamente associada a um dispêndio imediato de recursos*”⁷⁸ por parte do Governo, foram lançados pela CONAB, as Cédulas do Produtor Rural (CPR), no plano de safra 1994/95, e os primeiros contratos de opção de venda (*put*), juntamente com um conjunto de medidas que buscavam retirar os EGF-cov da PGPM, no plano de safra 1996/97. Com isso, a partir destas operações, os produtores agrícolas e suas cooperativas que adquirissem estas opções de venda (*put*) lançadas pela CONAB, passavam a garantir o direito de vender seus produtos a um preço previamente determinado (preço de exercício), em uma data futura estipulada no contrato de opção (vencimento), funcionando como um seguro de preço, onde o benefício obtido pelo titular (comprador da *put*) estava em assegurar, antecipar, um nível mínimo de preço para o seu produto no vencimento.

Mas, é a Cédula do Produtor Rural (CPR), lançada no plano de safra 1994/95 e regulamentada pela Lei n. 8.929, de 22 de agosto de 1994, que podemos considerar como o instrumento desenvolvido para o financiamento da agricultura, que mais se aproxima aos utilizados pelos agentes privados e que são negociados em bolsa de mercadorias e de futuros. Constituindo-se em um título privado emitido por produtores, associação de produtores e/ou cooperativas de produtores agrícolas, que estejam interessados em captar recursos junto aos setores de processamento e comercialização. Desde que, o valor de emissão da CPR esteja de acordo

⁷⁸ RESENDE: 1999, p.34.

com o valor da produção agropecuária⁷⁹ a ela vinculada (com base nos preços médios de mercado ou em sua cotação no mercado agrícola), que sejam observados o limite de endividamento (teto) definido para o produtor, os prazos de negociação e a obtenção do aval de uma instituição financeira.

Ao contrário dos demais instrumentos comentados anteriormente, a CPR garante ao produtor, além da possibilidade de obter um preço superior ao mínimo fixado para o seu produto, a oportunidade de captar empréstimos a partir da sua emissão, funcionando como um ativo financeiro, mediante a promessa de entrega futura do produto – entrega física; ou o pagamento do valor acordado antecipadamente – liquidação financeira; na data do vencimento, facultado a realização de seguros contra frustrações de safra e de resultado financeiro “*performance*”: seguro-rural e seguro-garantia. Mas, sendo indispensável o seu registro junto a um sistema de registro e liquidação financeira, administrado por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil (BCB), podendo ser a CETIP S.A. para os títulos negociados no mercado de balcão em geral e SRCA⁸⁰ para os títulos negociados em bolsa.

O que faz com que este instrumento de financiamento possa ser tanto um tipo de “contrato a termo”, quando o vendedor se compromete a realizar a entrega física da mercadoria/produto negociado, na quantidade, qualidade, local e data estipulados (CPR Física e Exportação), quanto um tipo de “contrato futuro” (CPR Financeira), em que o vendedor/emitente atua como “lançador” do contrato, utilizando como ativo de referência/objeto sua produção agropecuária, total ou parcial, no ato da contratação e para liquidação em data futura, recebendo o valor da venda à vista e se comprometendo a efetuar o pagamento (liquidação) de acordo com o valor estimulado no ato da emissão do contrato.

Contudo, como já assinalado, é importante destacar que ao assumir o papel de lançador destes títulos o emitente deve também contratar uma fiança, como forma de apresentar uma garantia (salvaguada) adicional, que tanto pode ser prestada por pessoas físicas⁸¹, quanto por

⁷⁹ Que pode ser praticamente todos os produtos agropecuários “in natura”, beneficiados ou industrializados, que tenham sido produzidos por produtores rurais, suas associações ou cooperativas.

⁸⁰ A BM&FBOVESPA desenvolveu, a partir de abril de 2003, 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.

⁸¹ Quando esta for prestada por pessoas físicas casadas em regime de comunhão universal de bens ou mantiverem união estável com uma companheira, só valerá se as duas pessoas assinarem como fiadores (marido e mulher ou companheiro e companheira).

instituições financeiras bancárias (bancos)⁸², assegurando que o pagamento ou a entrega do produto será realizado conforme estipulado no contrato, para isto, a fiança sempre precisa ter um limite de valor e declarar qual o valor que está sendo afiançado ou até que valor os fiadores se comprometem a honrar, podendo ser prestada diretamente nos contratos de compra e venda (por meio de cláusula específica) ou por meio de um termo de fiança. Segundo dados da CONAB e da Gazeta Mercantil⁸³, a obrigatoriedade de fiança representa um custo extra que pode, em alguns casos, inviabilizar possíveis lançamentos.

A CPR constitui-se, portanto, num título declaratório que serve como instrumento de troca (câmbio), exigível pela quantidade e qualidade do ativo objeto para o qual foi emitida, ou, no caso da CPR para liquidação financeira (CPRF), pelo valor nela estabelecido, que permite, no ato da sua emissão, a inclusão de cláusulas livremente ajustadas entre as partes, além de aditivos posteriores, e a sua transferência para outro comprador, negociação secundária, possibilitando ao emitente alavancar recursos para o financiamento do seu empreendimento agropecuário, seja para custeio ou comercialização, podendo ser emitida em qualquer fase do empreendimento, desde a época de planejamento e plantio até o período de colheita e armazenagem. Seu prazo de vencimento pode ser variável (desde que, no mínimo, com 20 dias) de acordo com a safra, ou até 360 dias para produtos de origem animal.

Como pode ser comercializado secundariamente este título, que representa os direitos de propriedade do comprador (titular) sobre um valor futuro, passa a se configurar num ativo para este, enquanto vincenda, não podendo, contudo, ter sua forma de liquidação alterada. Seu preço de venda normalmente é referenciado nas cotações do mercado futuro para o ativo objeto – mercadoria – que possibilitou sua emissão ou, não havendo esta referência, no preço médio da mercadoria na data do vencimento ou negociação. No entanto, para que estes títulos possam ser negociados secundariamente, e com isso realizando a circulação do crédito, é necessário que seja feito o endosso pleno ou de forma completa deste título, ou seja, ao revendê-lo o titular, que é o legítimo portador do título, deve identificar de forma nominativa o novo comprador (endossatário), passando o antigo portador, agora endossante, os direitos integrais dele decorrentes e relativos ao pagamento do título.

⁸² O Banco do Brasil foi a primeira instituição financeira a operar com CPR, atuando como um dos principais agentes financeiros para concessão de aval (BB CPR – que é a Cédula de Produto Rural com aval do Banco do Brasil), podendo, inclusive, adquirir a CPR, mediante análise do cadastro do emitente, das garantias oferecidas e do estudo de viabilidade do empreendimento.

⁸³ CONAB: 1998, p.68; e Gazeta Mercantil: 1999, p. B-20.

Além da fiança, das exigências legais de registro dos títulos em cartório e do endosso pleno para negociação secundária, outras garantias também devem fazer parte do processo de emissão e negociação das CPR's, de forma cumulativa ou alternativa, são elas:

- (a) hipoteca: é um direito real, constituído em favor comprador/titular, sobre coisa imóvel dos fornecedores/emitente ou de terceiros, devendo ser registrada no RGI (registro geral de imóveis) do domicílio do emitente ou proprietário, bem como averbada na matrícula do imóvel correspondente, esta hipoteca só pode ter por fim sujeitá-los, exclusivamente, ao pagamento da dívida, sem todavia, tirar-lhes a posse do imóvel;
- (b) penhor: o "penhor rural" é uma exigência normalmente realizada nas compras de produtos rurais feitas antes da efetiva entrega (compras para entrega futura), independentemente das condições de pagamento ajustadas, e de outras garantias constituídas em favor do titular. Esta garantia não substitui qualquer outra garantia constituída ou que possa vir a ser constituída em favor do titular, e onera apenas a quantidade de produto compromissada na CPR; não onerando a terra e não podendo ser confundida com hipoteca, assim, a quantidade de produto rural dada em "penhor rural" será exigida da quantidade total a ser produzida, razão pela qual é exigido que se identifiquem na CPR todos os imóveis⁸⁴ que poderão produzir o produto compromissado;
- (c) alienação fiduciária: constitui-se na transferência ao credor/titular da posse indireta da coisa móvel, independente da tradição efetiva do bem, tornando-se o alienante ou devedor/emitente o possuidor direto e depositário do bem alienado; e
- (d) nota promissória (NP): a nota promissória é um título formal de crédito, que também pode ser exigido, de acordo com o interesse do titular, para garantir os pagamentos antecipados à entrega dos produtos vendidos, sendo necessários, também para estes títulos, o registro de avalistas.

Os custos implícitos na colocação de uma CPR no mercado, vão além da taxa de juros fixada para calcular o preço futuro do contrato (cédula), pois incluem todas as despesas com as escrituras, seus registros e cancelamentos no Cartório do Registro de Imóveis, das garantias, a

⁸⁴ O "penhor rural" constituído através da CPR será sempre registrado no Cartório do Registro de Imóveis que tiver jurisdição sobre o imóvel que irá produzir o produto dado em penhor.

taxa de fiança bancária que pode oscilar entre 7 e 9% a.a., além das taxas e custas bancárias cobradas regularmente pelas instituições bancárias, mas são isentas da cobrança de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras).

As CPR's podem ser negociadas tanto em mercado de balcão como no de bolsa, nas seguintes modalidades:

- a) CPR Física (Anexo IV) – 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.
- b) CPR Exportação – onde o emitente vende, somente no mercado de balcão, 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 (Anexo V) – instituída a partir de janeiro de 2000⁸⁵ – 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 no segmento BM&F, da BM&FBOVESPA, para o produto objeto da CPR, no seu vencimento.
 - CPR Financeira INDICADOR ESALQ⁸⁶ - 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 levados em consideração pelo produtor/lançador na hora de escolher a modalidade de CPR que será utilizada/emitida como seu instrumento de financiamento. Pois, a “CPR Física ou Exportação” é a mais indicada para o emitente que

⁸⁵ Medida Provisória n. 2.017, de 19 de janeiro 2000; transformada, posteriormente, na Lei nº 10.200, de 14 de fevereiro de 2001.

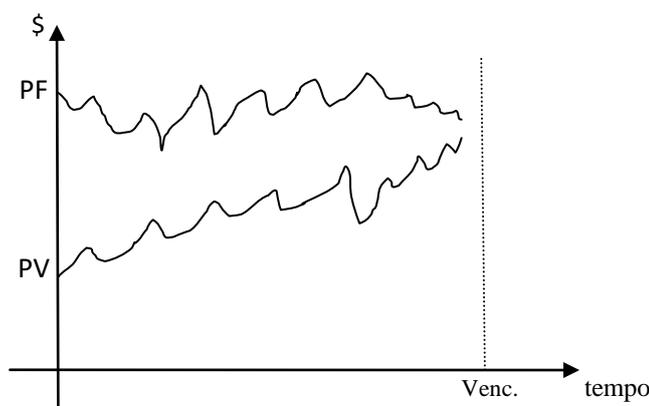
⁸⁶ Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz – USP.

deseja fixar preço do seu produto e assumir o compromisso da sua entrega física, evitando, com isto, as instabilidades no preço da mercadoria e garantindo a comercialização antecipada da sua produção e não se preocupando com o preço na época da safra/comercialização. Enquanto a “CPR Financeira” é o instrumento mais indicado para aqueles produtores que preferem levantar recursos sem comprometerem sua safra (contrato futuro), dado que esta modalidade lhes possibilita a comercialização do seu produto/mercadoria no momento que lhes convier, assumindo, assim, os riscos relativos à comercialização.

Com a possibilidade de liquidação financeira se criou um mercado totalmente novo, uma vez que a partir destes títulos cambiáveis em dinheiro e possíveis de serem negociados em bolsa como ativos financeiros, seus titulares não eram mais obrigados a receber a mercadoria em questão, assim, outros investidores interessados nos mercados agropecuários e/ou nos ganhos que a instabilidade intrínseca nos preços de algumas destas mercadorias agrícolas (sazonalidades, super e quebras de safra, etc.) poderiam lhes proporcionar, passaram a poder nele ingressar.

Com isso a liquidez destes contratos aumentou e criou-se um mercado secundário para estes títulos, podendo os produtores obter redução de seus custos operacionais através de ganhos com sucessivas negociações e, principalmente, através da diminuição dos diferenciais entre os preços de contratação e liquidação destes contratos, uma vez que a cada nova negociação o preço pago pelo título mais se aproxima do valor de mercado do ativo objeto, o que é o aspecto mais interessante para os produtores envolvidos no lançamento desta modalidade de CPR, dado que se reduzem os riscos com a fixação dos preços futuros (PF) de liquidação, os aproximando do seu valor real, pois quanto maior o número de participantes no mercado, maior é o nível de expectativas envolvidas e, portanto, mais próximos tende a ser esses valores de um nível real de preços, ou do preço à vista (PV) no vencimento, ocorrendo o que é chamado no mercado futuro de “Convergência da Base”, que é quando com o passar do tempo e a proximidade com a data de vencimento, mais os preços à vista e futuro se aproximam, comportamento que pode ser intensificado pela aumento da frequência no número de negócios com o contrato, uma vez que cada novo comprador esta mais próximo da expectativa real do mercado para o ativo negociado.

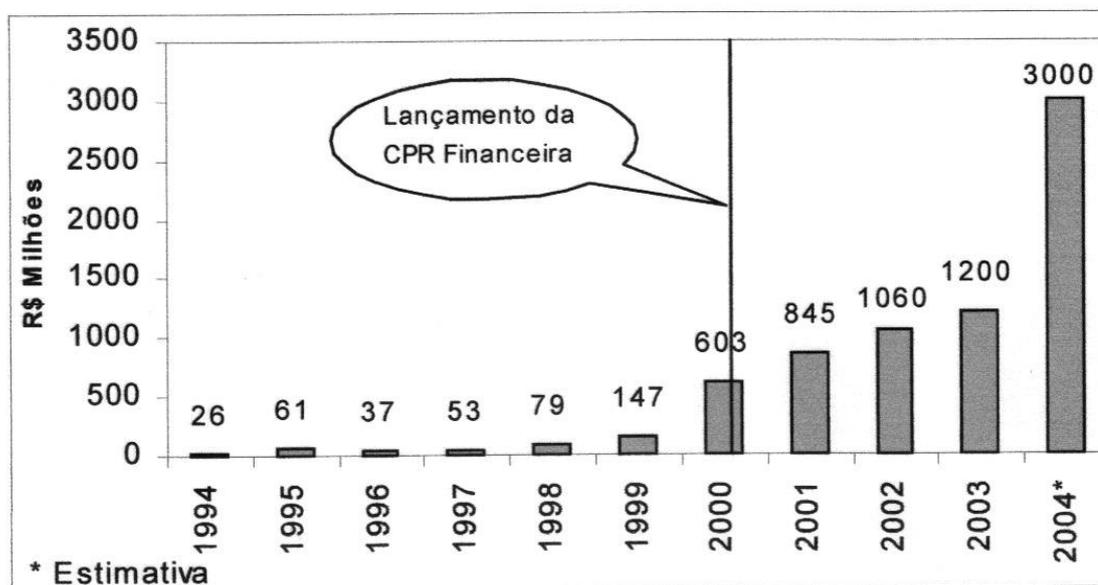
Figura 4: Convergência da Base



3.4) As CPR no segmento BM&F e a preparação para os novos títulos do agronegócio.

A partir dos dados coletados junto aos principais agentes financeiros envolvidos no processo de reestruturação do sistema de financiamento do agronegócio em nosso país: Banco do Brasil (BB), CETIP e BM&FBOVESPA; podemos verificar que o grande impulso neste processo só se deu a partir do segundo bimestre de 2000, quando se iniciou a negociação das CPR's com liquidação financeira (CPRF). Esta modalidade de CPR, que originalmente foi proposta pela, ainda, BM&F, proporcionou, de acordo com dados do BB, já no seu primeiro ano, um aumento no volume total negociado com estes contratos da ordem de 410% em relação aos valores negociados no ano anterior, 1999. Este processo de ampliação no número de negócios continuou prosseguindo até 2003, quando o volume financeiro chegou a R\$ 1,2 bilhões, ou seja, quase o dobro do volume que havia sido negociado em 2000 (R\$ 603 milhões).

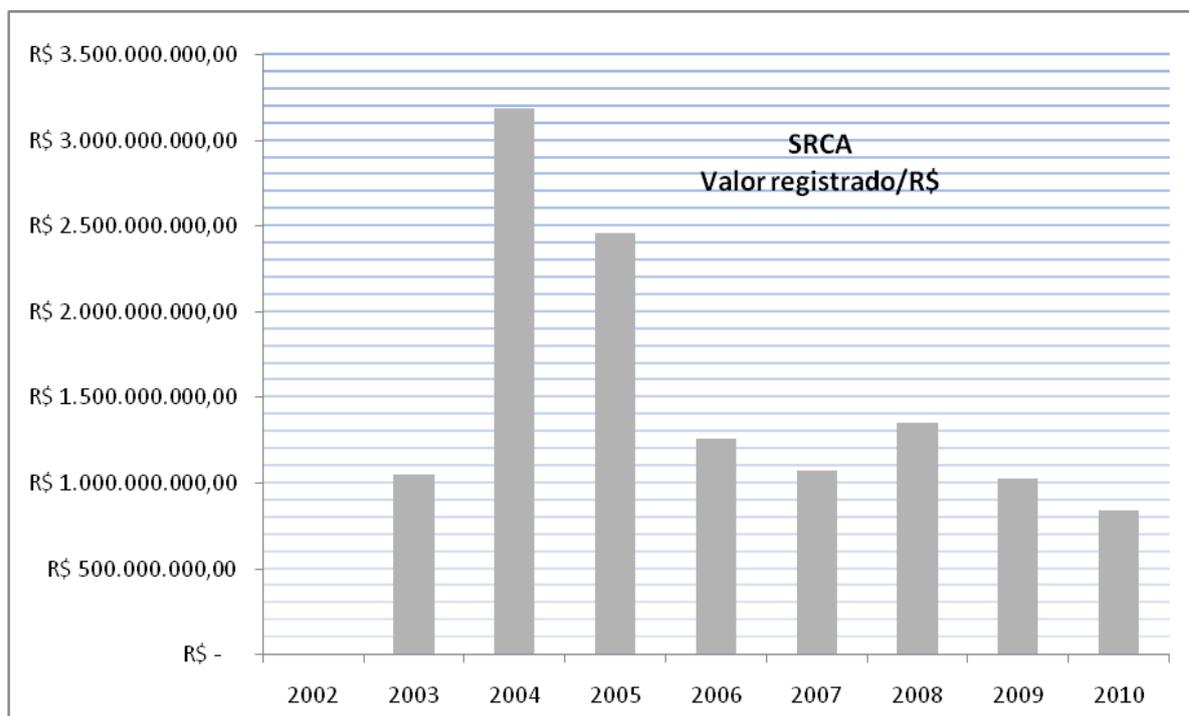
Figura 5: Operações de CPR realizadas pelo BB



Fonte: Banco do Brasil extraído de AVELLAR: s/d, p. 2.

Em 28 de abril de 2003 é criado o Sistema de Registro de Custódia de Títulos do Agronegócio (SRCA), pela BM&F, com o reconhecimento e a autorização do BCB, para ser o sistema de registro de títulos do agronegócio. Sendo, neste mesmo ano, registrados neste sistema 17.436 contratos de CPR's para as mais diversas mercadorias⁸⁷, estando este total dividido entre 13.220 CPRF Preço Fixo, 4 CPRF Índice Esalq/BM&F, 3 CPR Exportação e 4.209 CPR Física, somando um volume financeiro total de R\$ 1,05 bilhões.

⁸⁷ Distribuídas entre mercadorias como: abacaxi; aguardente de cana; algodão em caroço; algodão em pluma; alho; arroz em casca comum; arroz irrigado em casca agulhinha; arroz sequeiro casca agulhinha; banana; batata inglesa; bezerra; bezerro; boi gordo; boi magro; búfalo; cabrito em pé; cacau; café arábica; café conilon; camarão de água salgada; cana-de-açúcar; carnaúba; cenoura; coco-anão; coco-anão; embrião bovino; erva-mate; feijão; frango (carcaça); frango; girassol; grama ornamental; graviola; laranja; leitão desmamado; leite in natura; maca; mandioca (indústria); manga; maracujá; melancia; milho (em grãos); milho pipoca; novilha; novilho precoce; ovino; ovo(s) de codorna; ovos; pescado; pêssego; pimenta-do-reino; pinto/pintainho; pinus; pó de carnaúba; resina; semente de brachiaria decumbens; semente de brachiaria humidicula; semente de trigo; soja (em grãos); sorgo granífero; suíno; tomate; trigo (em grãos); triticale (em grãos); uva; vaca gorda. Mas, podendo ser para tantas outras quanto necessário.

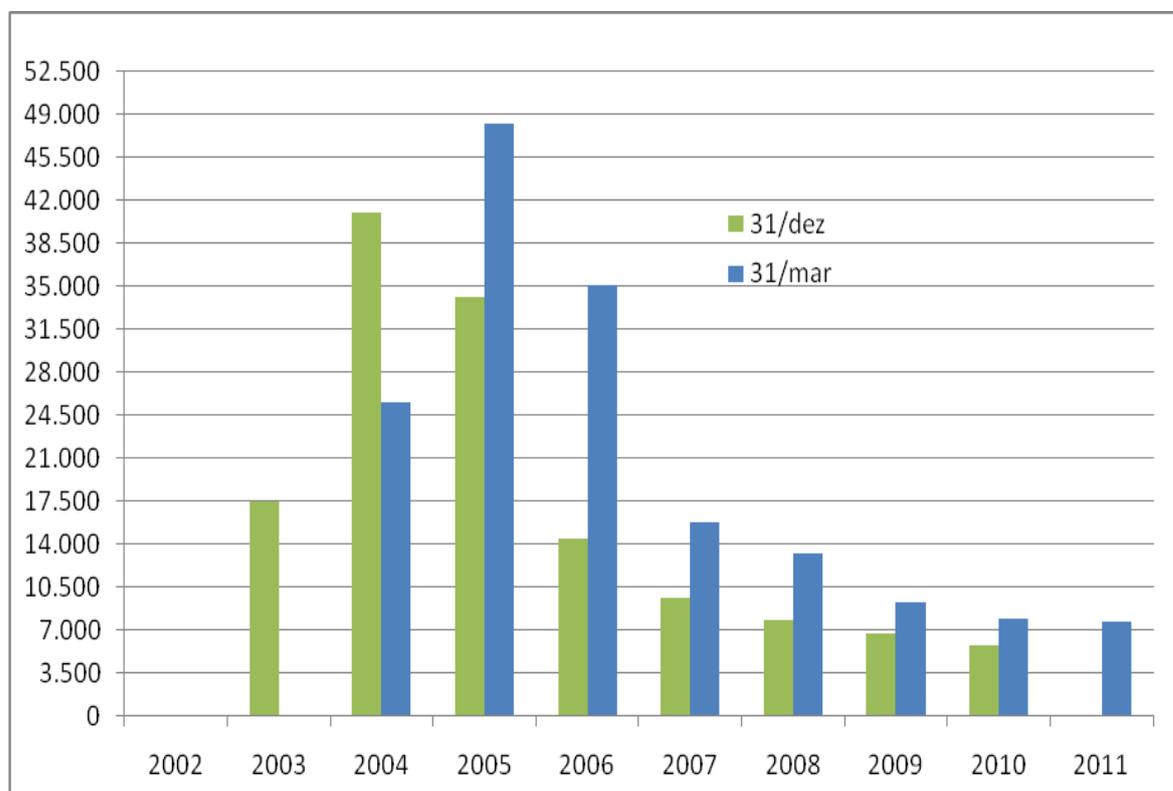
Gráfico 1: Valores acumulados, em 31 de dezembro, para CPR's registradas no SRCA

Em dezembro de 2004 e março de 2005⁸⁸ o número de contratos de CPRF preço fixo, registrados no SRCA, atingiu os seus maiores volumes, somando 36.037 e 39.329 contratos, respectivamente, o volume total das diferentes CPR's registradas, no movimento acumulado de dez/2004, foi de 40.927 contratos, com um volume financeiro de R\$ 3,2 bilhões, e, em mar/2005, de 48.283 contratos com R\$ 3,6 bilhões, com isso, as CPRF's representaram praticamente todo o volume de CPR's registradas (88% em dez.2004 e 81,5% em mar.2005).

No entanto, o volume total de CPR's registradas no SCRA começou a se reduzir a partir da segunda metade de 2005, fechando 2006 com um volume financeiro de R\$ 1.256.998.115,25 em 14.493 contratos registrados. Estes resultados podem ser observados a partir das informações fornecidas pelo SRCA, para duas datas selecionadas, e apresentadas no gráfico abaixo.

⁸⁸ É no período entre dez. e mar. que coincidem as safras das principais mercadorias agropecuárias negociadas na BM&FBOVESPA: café, soja (que pode iniciar, dependendo da região, em dezembro), boi gordo, milho, cana-de-açúcar e algodão (no início de junho). De acordo com dados da CONAB (Acompanhamento da Safra Brasileira: 2008) o período de safra do café vai da última quinzena de março até o início de outubro, dependendo da região, 75% da colheita são realizadas entre os meses de maio e julho.

Gráfico 2: Volume total de CPR's registradas no SRCA, em 31 de março (período de safra) e 31 de dezembro (fechamento do ano)



Até o dia 31 de dezembro de 2010, o SRCA tinha em registro 5.757 contratos de CPR's com um volume financeiro total de R\$ 839.300.757,75, divididos entre CPR física, 1.429 contratos, e CPRF preço fixo, 4.328 contratos, estas últimas representando 75,2% do total de contratos com R\$ 611.116.580,36 – 72,8% do total financeiro.

Se dividirmos estes contratos mais negociados, CPRF preço fixo, por mercadorias, é possível verificar que os contratos que apresentam o maior número de negócios e a maior participação financeira, são os que têm suas mercadorias negociadas no segmento BM&F da BM&FBOVESPA. E, desta forma, ao compararmos os números apresentados no Quadro 3, a seguir, com os resultados totais coletados, podemos constatar que entre os contratos de CPR mais negociados no sistema da BM&FBOVESPA, são aqueles que têm suas mercadorias com o seu preço indicado no mercado futuro, que possuem a maior participação, representando 85,2% das CPRF, com 82,9% do seu valor financeiro.

Quadro 3: Contratos negociados no SRCA em mercadoria BM&F/valor R\$

CPR PREÇO FIXO (31/12/2010)				
Produtos	Qtde. de Títulos	Quantidade de produto	Unidade de Negociação	Valor Registro em R\$
BOI GORDO	1.837	4.393.805	ARROBAS	207.050.491,52
CAFE ARABICA (BENEFICIADO)	707	435.385	SACAS DE 60 Kg	86.438.424,44
MILHO (EM GRÃOS)	287	1.669.142	SACAS DE 60 Kg	28.976.431,67
MILHO DOCE	4	71.844	QUILOS (Kg)	14.942.509,12
MILHO EM GRÃOS A GRANEL	1	15.000	SACAS DE 60 Kg	285.447,50
SEMENTE DE MILHO	1	900	SACA DE 20,50 Kg	161.611,17
SEMENTE DE SOJA	2	73.193	SACAS	2.515.280,29
SOJA (EM GRÃOS)	769	2.932.224	SACAS DE 60 Kg	69.955.150,53
CANA-DE-ACUCAR	78	912.235	TONELADAS	21.276.254,95
ALCOOL HIDRATADO	1	118.114	METROS CÚBICOS	75.012.000,00
TOTAL	3.687			506.613.601,19

Fazendo esta mesma análise comparativa para o ultimo período da nossa série, 31/03/2011, podemos verificar que houve um aumento no volume financeiro total negociado de 23,14% em relação ao fechamento do ano anterior (31/12/2010), chegando a R\$ 1.033.481.610,77 em 7.736 contratos, ou 34,4% a mais de contratos negociados. Essa diferença no número total de contratos pode ser explicada pelo aumento de negócios com CPR física que passaram a ser 41,3% do total, com 3.196 contratos, que é mais do que o dobro do número de contratos (123,7% maior) em relação ao fechamento de 2010, mas, praticamente, o mesmo valor que o obtido no mesmo período para o ano anterior, 31/03/2010, no qual foram registrados 7.931 contratos, com um valor financeiro de R\$ 998.347.472,51 (apenas 3,5% acima).

Apesar das CPR's físicas terem mais do que dobrado a sua participação no número total de contratos, sua participação no valor financeiro se manteve praticamente no mesmo patamar, passando de 27,2% para 38,8%, o que demonstra, também, uma estabilidade na participação maior das CPRF preço fixo no valor financeiro total negociado. Além disso, ao dividirmos também estas CPRF's, selecionando apenas aquelas que são de contratos com mercadorias referenciadas no segmento BM&F da BM&FBOVESPA, verificamos que estas representavam 86,6% do valor financeiro, ou R\$ 527.090.540,29, que era, praticamente, o mesmo valor realizado em dez/2010 (Quadro 3).

Este comportamento relativamente estável, apresentado a partir de 2006, pode ser também observado no valor financeiro total que tem sido registrado a partir deste período para as CPR's no SRCA, em torno de R\$ 1 bilhão (Gráfico 3), enquanto que, no número total de contratos registrados (Gráfico 4), à exceção dos anos de 2006, com 14.493 contratos, e 2007, com 9.577 contratos, para este mesmo período, o número de contratos oscilou entre quase de 6.000 e menos de 8.000 contratos. Contudo, ao plotarmos os valores coletados de forma que o fechamento do ano anterior (dezembro) seja confrontado com o período de safras do ano seguinte (março), conseguimos observar que o comportamento dos agentes envolvidos nestes mercados tem se mantido basicamente o mesmo, com a mesma trajetória, desde o início das operações com CPR's registradas no SRCA da BM&FBOVESPA.

Gráfico 3: Relação do valor financeiro registrado entre dez.2003 e mar.2011

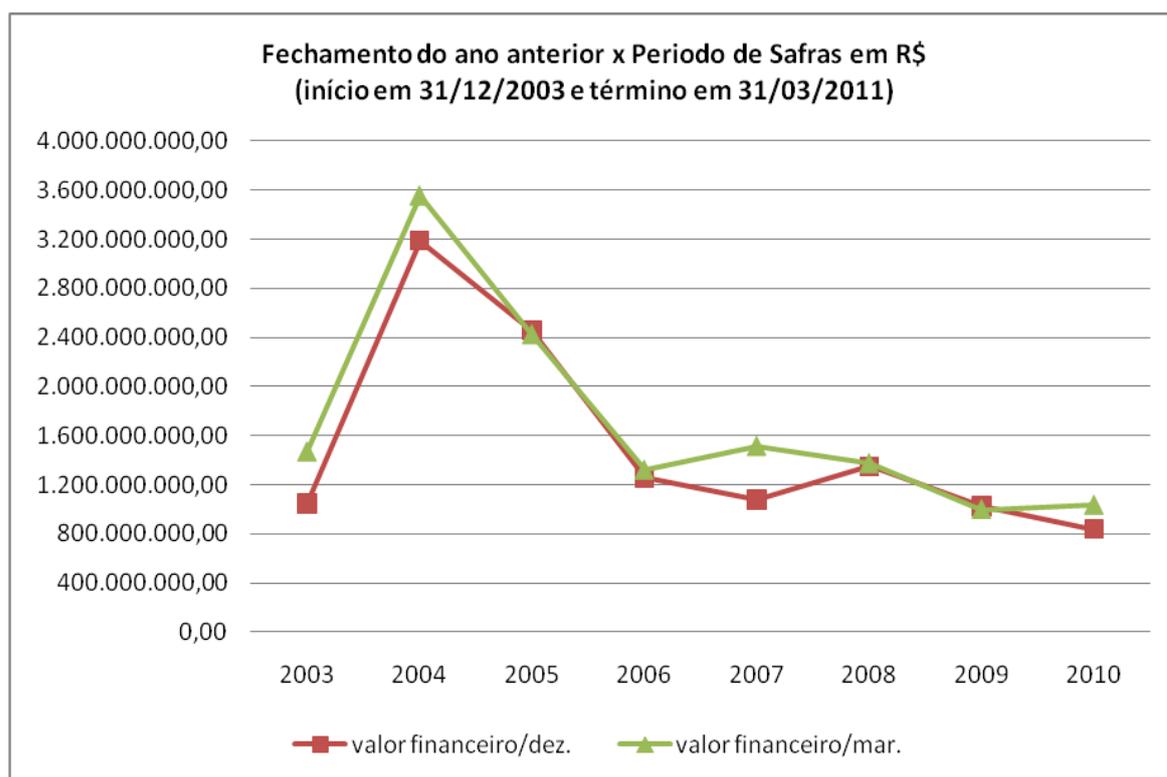
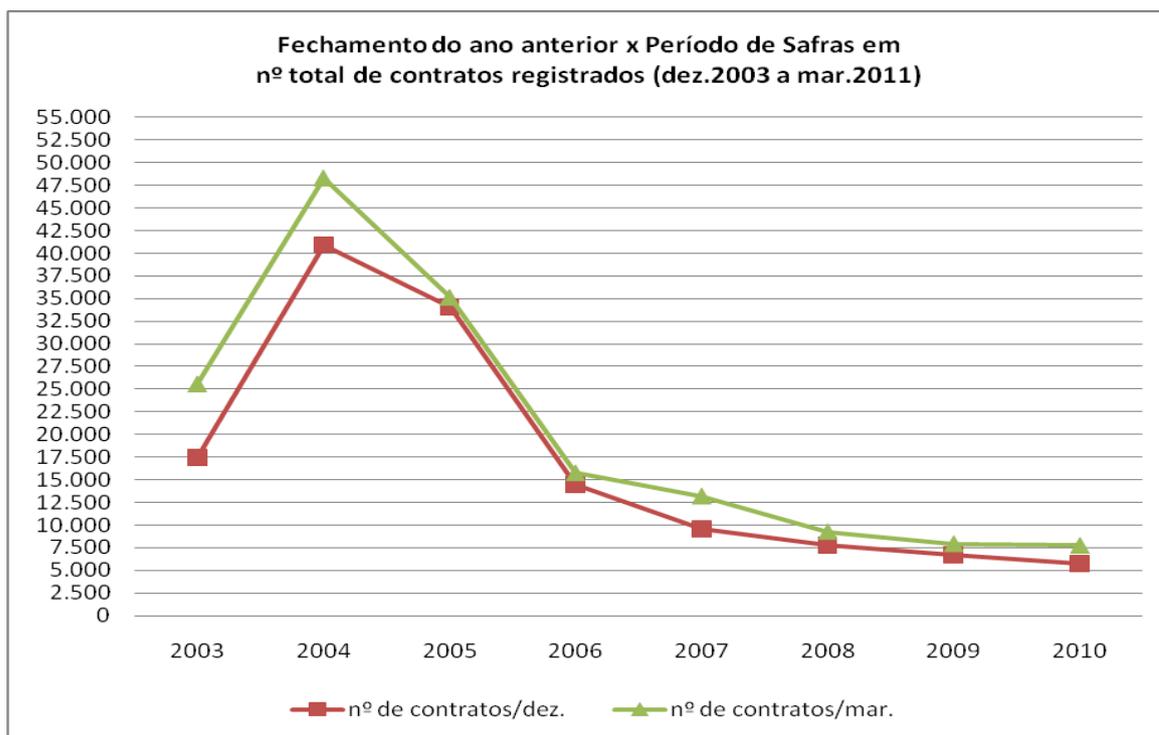


Gráfico 4: Relação do número de contratos registrados entre dez.2003 e mar.2011



Outra informação que pode ser percebida a partir destes gráficos é a queda tanto no volume financeiro, quanto no número de contratos de CPR's registrados no SRCA a partir de dez.2004 e mar.2005. Coincidente o mesmo período em que o Congresso Nacional aprovou a Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, que instituiu novos títulos de crédito destinados a suportar as operações financeiras direcionadas para o setor agropecuário, além de realizar algumas alterações em títulos existentes desde 1967⁸⁹, como Duplicata Mercantil (DM), Duplicata Rural (DR), Nota Promissória Rural (NPR) e a Cédula de Crédito Rural (CCR), que pode também assumir as seguintes denominações e/ou modalidades: Cédula Rural Hipotecária (CRH); Nota de Crédito Rural (NCR); Cédula Rural Pignoratícia (CRP) e Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária (CRPH). No caso de títulos pignoratícios, ou seja, que são pertinentes a um contrato de hipoteca, deve-se ter o cuidado de definir no ato da emissão da “cédula” as condições de pagamento, identificação da finalidade rural para qual se destina o financiamento concedido e sua forma de utilização, descrição dos bens vinculados em penhor, inclusive, se for o caso, seu período de produção, além do local ou depósito em que os mesmos bens poderão ser encontrados.

⁸⁹ Decreto Lei 167, de 14 de fevereiro de 1967.

3.5) Conclusão: a multiplicação dos “novos instrumentos”.

Dentro deste processo de difusão dos instrumentos financeiros para o setor agrícola, em 2005, já estavam disponíveis seis novos instrumentos de captação de recursos para todos os agentes envolvidos nas atividades agropecuárias. Sendo, os cinco primeiros como instrumentos de captação de recursos junto ao mercado de crédito⁹⁰ e o sexto como instrumento de captação para o mercado de capitais⁹¹:

- . Certificado de Depósito Agropecuário (CDA);
- . Warrant Agropecuário (WA);
- . Letra de Crédito do Agronegócio (LCA);
- . Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA);
- . Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA);
- . Nota Comercial do Agronegócio (NCA) – *Agrinote*

Sendo todos esses títulos registráveis no SRCA e, portanto, a partir do registro, passíveis de serem negociados em mercado secundário na Bolsa Brasileira de Mercadorias (BBM).

Destes, tanto o CRA como o LCA são emitidos por instituições financeiras autorizadas a fazer operações de securitizações, sendo títulos formados por uma carteira composta pelas dívidas contraídas para o financiamento de atividades agropecuárias. Nesses títulos, o investidor é remunerado por uma taxa de juros determinada em contrato, calculada levando em consideração o risco e o ganho de determinada operação no setor. Já o CDCA, que também é um título formado por carteira de dívidas e remunerado por taxa de juros, só pode ser emitido por cooperativas ou outras pessoas jurídicas que exerçam atividades de armazenamento, comercialização, beneficiamento ou industrialização de insumos e máquinas agrícolas. Os recebíveis vinculados a esses títulos também devem ser registrados em sistemas de liquidação financeira e custodiante, como a CETIP e SRCA.

Contudo, diferente dos títulos remunerados a juros do sistema financeiro, seus rendimentos são isentos de imposto de renda (IR) e IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), o que,

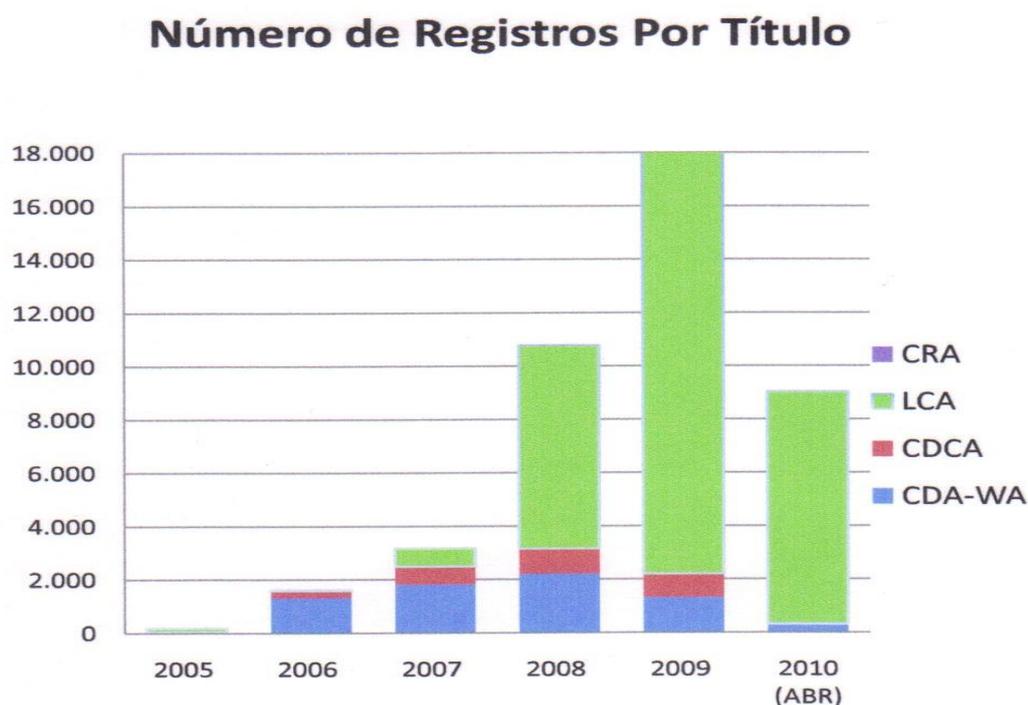
⁹⁰ A partir da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004.

⁹¹ A partir da Instrução da CVM, nº 422, de 20 de setembro de 2005.

muitas vezes, contribui para que tenham um ganho maior do que os dos demais títulos, ou mesmo, dos fundos de investimento, o que pode ser um dos fatores que motivou a expansão significativa do volume financeiro desses títulos em estoque na CETIP, uma vez que, de agosto de 2009 a outubro de 2010, o estoque de CRA quase dobrou, passando de R\$ 23,3 bilhões, para R\$ 44,1 bilhões; enquanto o de LCA aumentou 40,7%, passando de R\$ 9,1 bilhões, para 12,8 bilhões.

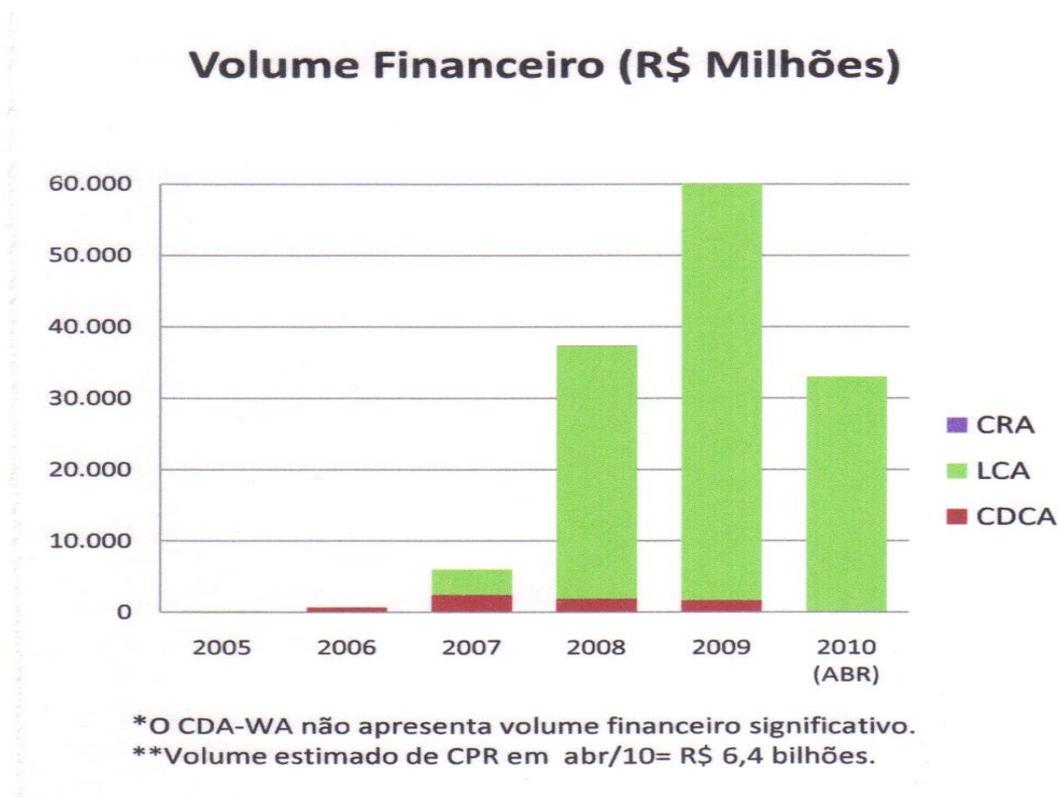
Como forma de demonstrar a grande recepção que esses novos títulos tiveram no mercado, as figuras 6 e 7 apresentam, a partir dos dados coletados junto à CETIP e à BM&FBOVESPA, e divulgados pela ANBIMA⁹², em junho de 2010, o número de contratos registrados e o valor financeiro para esses títulos.

Figura 6: Número de títulos registrados junto à CETIP e SRCA.



⁹² Em outubro de 2009, a ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro) e a ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) se uniram e deram origem a uma nova instituição: ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais).

Figura 7: Volume financeiro registrado junto à CETIP e SRCA



Cada um desses títulos passou a representar novas formas de captação de recursos, cada uma à sua maneira e de acordo com as suas especificidades, podendo ser de emissão dos agentes envolvidos na atividade agropecuária (produtor, cooperativa, processador e armazenador) ou de instituição financeira ou companhia securitizadora, com pagamento em dinheiro ou com entrega da mercadoria; contudo, todos devem atender a duas exigências (salvaguardas) que são básicas: devem apresentar garantias (como as descritas anteriormente para as CPR's) e ser cadastrados em um sistema de registro e de liquidação financeira (*clearing*), reconhecido e autorizado pelo BCB.

Como as garantias são indispensáveis, muitos desses títulos, os novos ou os adaptados, a partir da nova lei, passaram a ser usados também como garantia, o que expandiu ainda mais o seu emprego, tendo registrado no SRCA, em março de 2009, 44.085 desses títulos com um valor financeiro de R\$ 10.127.571.042,93 — somando a eles, também, títulos de emissão bancária para crédito e exportação: CCB — Cédulas de Crédito Bancário; CCE — Cédula de Crédito à Exportação; NCE — Nota de Crédito à Exportação; ACC — Adiantamento sobre

Contrato de Câmbio. Como pode ser visto pela impressão da página de consulta dos títulos registrados junto ao SRCA.

Quadro 4: Contratos registrados no SRCA para o dia 31/03/2009

OUTROS TÍTULOS - QUANTIDADE E VALOR EM ESTOQUE				
Títulos	Movimento dia		Movimento acumulado	
	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$	Qtde. Títulos	Valor Registro R\$
CDA/WA	1	0,00	235	0,00
LCA	7	12.850.000,00	1694	3.076.887.591,84
CDCA	0	0,00	206	172.141.255,02
CPR	0	0,00	46	44.552.028,96
CRP	0	0,00	3364	2.000.514.624,53
CRH	0	0,00	176	57.666.354,30
CRPH	0	0,00	3598	590.857.799,20
NCR	0	0,00	32663	1.037.349.284,41
DM	0	0,00	106	20.842.663,61
CCB	2	2.592.658,50	545	880.695.592,13
NCE	3	14.096.154,00	1380	1.863.223.354,00
ACC	0	0,00	72	382.840.494,93
Subtotal	13	29.538.812,50	44.085	10.127.571.042,93

Fonte: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/SRCA.asp>

Apenas para as LCA's, que são de emissão exclusiva das instituições financeiras e que apresentam a possibilidade de pagamento/liquidação em dinheiro, o volume financeiro em estoque no SRCA atingiu, em março de 2009, mais de R\$ 3 bilhões. Em seguida, em janeiro de 2010, junto à CETIP, o valor estocado para esses títulos era de R\$ 8,8 bilhões, chegando, a junho de 2010, ao valor de R\$ 10,6 bilhões. Contata-se o mesmo procedimento em relação às CRP's (Cédulas Rurais Pignoratícias), que, por serem também liquidáveis em dinheiro, só que de emissão por pessoa física ou jurídica que tenha tomado financiamento do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), apresentam também grande interesse por parte dos agentes envolvidos no agronegócio, pois funcionam como instrumento de captação adicional.

Ao compararmos todos esses resultados com os números divulgados pela Secretaria de Política Agrícola (SPA), do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA), divulgados em 14 de fevereiro de 2011, na 51ª Reunião da Câmara Temática de Insumos

Agropecuários (CTIA)⁹³, e contidos nos Planos de Safras, podemos verificar que esses novos instrumentos passaram a representar parcela significativa dos financiamentos concedidos para as atividades agropecuárias, principalmente para aquelas chamadas de “agricultura empresarial ou comercial”, pois, com um valor em torno de R\$ 37,4 bilhões, somados para CPR’s e outros títulos acumulados⁹⁴, equivale a 40,4% do valor total dos recursos que foram efetivamente aplicados no período de jul.2009 a jun.2010 pelo Governo, R\$ 84,4 bilhões.

Com isso, a participação relativa dos novos instrumentos privados no total de recursos empregados no financiamento agropecuário só tem aumentado, pois, enquanto os recursos oficiais dobraram em quatro anos, passando de R\$ 20,5 bilhões, no Plano de Safra 2002/2003, para R\$ 50 bilhões, no de 2006/2007, e, destes, para R\$ 100 bilhões no plano 2010/2011, o valor dos recursos captados, a partir dos instrumentos privados, tem aumentado a taxas crescentes. Como revela os dados divulgados pela CETIP, em abril de 2010, apontando um crescimento de 13% só para os três primeiros meses do ano, a LCA — Letra de Crédito do Agronegócio, elevou seu estoque a R\$ 10 bilhões. Além de que, segundo a ANBIMA, o estoque de CDCA e LCA junto à CETIP e à BM&FBOVESPA passou de R\$ 38 bilhões, no final de 2008, para R\$ 60 bilhões em 2009, um crescimento de quase 60% de um ano para outro.

⁹³ SPA/MAPA: 2011, p. 5.

⁹⁴ ANBIMA: 2010, p. 10.

CONSIDERAÇÕES FINAIS:

Os novos instrumentos de financiamento das atividades agrícolas, que foram sendo implementados, a partir do Plano de Safra 1994/95, e que sofreram alterações nos anos de 2000 e 2004, apresentam características e inspiração comuns, que vêm dos agentes privados do mercado financeiro, sejam bancos sejam bolsas, e dos segmentos mais comerciais (ou modernos) do setor agrícola. Como principais características, é possível destacar a busca pela diminuição da dependência destas atividades em relação ao financiamento público, com a consequente redução na participação e influência do Estado sobre essas atividades e seus integrantes; a crescente diversificação e complexidade dos instrumentos de financiamento empregados; e o processo de concentração das organizações econômicas envolvidas nestes mercados, com destaque aqui para o que ocorreu com as bolsas, que passaram a ser praticamente uma única organização, aglutinando os mercados de ativos mobiliários e mercadorias agrícolas e financeiras, concentrando tanto o mercado à vista, quanto o mercado futuro.

Dando continuidade ao processo de regulamentação do SFN, que se iniciou após abril de 1964, com a definição das principais estruturas de normatização e controle, as Autoridades Monetárias, e a divisão das diferentes operações financeiras entre agentes (que deveriam ser) especializados, partiu-se para as alterações específicas do mercado de títulos, mercadorias e valores mobiliários, a partir de duas intervenções. A primeira, em outubro de 1966, retirou as bolsas da esfera pública, e a outra, em dezembro de 1976, criou uma nova “estrutura de governança”, a CVM, ao se identificar que não era mais possível se esperar que os participantes deste mercado fossem capazes de se adaptarem autonomamente a partir das mudanças de preços, como descrito em nosso capítulo 1.

Em seguida, mais precisamente, em 21 de setembro de 1988, realizou-se uma nova mudança, só que desta vez, no segmento de atividades bancárias, com a Resolução do CMN nº 1524, que criou a figura do “Banco Múltiplo”, acabando com o “espírito” da reforma anterior que pregava a especialização e a divisão das tarefas/funções entre as mais diferentes instituições financeiras, sob a égide do modelo norte-americano, o que nossa realidade econômica, marcada por um período de sucessivas crises econômicas, a partir de meados da década de 1970, acabou por provar ser impraticável.

A partir de janeiro de 2000, com a resolução nº 2.690 do CMN, retomou-se o processo de intervenções regulatórias por parte do Governo, com uma nova fase de mudanças institucionais, que se iniciou alterando a forma como as bolsas poderiam constituir-se, o que possibilitou o estabelecimento de acordos entre as bolsas existentes, para operarem em conjunto (fixação do “Convênio de Integração e Parcerias” em 28 de janeiro de 2000), e com a fusão operacional ocorrendo logo em seguida, em agosto de 2001, quando as operações diárias passaram a ser feitas por meio do sistema eletrônico de negociação (Mega Bolsa).

Em 05 de março de 2002, a partir da instrução da CVM nº 362, são estabelecidas as novas regras para bolsas de mercadorias e de futuros, que já estavam, desde o final de 2001, realizando seu processo de integração, com a criação, neste mesmo mês, da BBM e da ANBM, processo que se consolidou, com a instrução CVM Nº461, de 23 de outubro de 2007, que disciplinou os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispôs sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado, definindo como o processo de integração que resultou, ao mesmo tempo, na atual estrutura da BM&FBOVESPA, na dissolução das bolsas que passaram a compor esta “Nova Bolsa” e no funcionamento das bolsas de mercadorias que resistiram, ocorreria.

Pela ótica da teoria microeconômica convencional, este processo de integração seria identificado como uma prática danosa, pois eliminaria a concorrência e submeteria os demais membros do mercado a uma estrutura monopolista, que realizaria o controle e a imposição de seus preços, a fim de buscar a maximização dos seus lucros. Contudo, em um mercado onde os seus participantes estão espalhados por grandes extensões territoriais, movimentam grandes volumes de recursos e de mercadorias (não sendo, portanto, desprezíveis) e possuem ativos com as mais diferentes especificidades (o que, também, lhes dá certo poder) a existência de um agente que tenha capacidade de reunir, coordenar e garantir essas transações é fundamental. Papel que foi desenvolvido, até final da década de 1980, pelo Estado, que, não tendo mais condições de assumi-lo sozinho, começou a buscar alternativas junto ao mercado privado.

Outra questão também apontada como uma ameaça, no início deste processo, no qual o financiamento das atividades agropecuárias não dependeria exclusivamente, ou maciçamente, dos recursos públicos, foi o receio de que os recursos minguariam e os custos financeiros se elevariam excessivamente, encarecendo as atividades ligadas à produção e à comercialização, e, com isso, prejudicando o setor agrícola severamente e, conseqüentemente, a economia

nacional. Temor que, como vimos, não se confirmou, pois, como foi indicado pelos valores registrados junto aos agentes privados, e apontado em nosso capítulo 3, ao contrário, os recursos do setor privado têm-se expandido e diversificado ano a ano, passando de operações mais simples, com entrega física da mercadoria, que envolvem custos adicionais com transporte e estocagem, com contratos do tipo “a termo”, que já foram identificadas como “estruturas de governança” do tipo híbridas, para estruturas mais elaboradas em que os contratos são negociados de acordo com as especificidades de cada mercadoria e com as necessidades de seus participantes, ou seja, contratos futuros, com liquidação financeira, e, portanto, sem custos de transporte e armazenagem, com garantias, inclusive de terceiros. A bolsa mantém um sistema de financiamento de garantias, via Banco BM&F, com registro e guarda dos títulos, ou seja, uma “estrutura de governança” do tipo hierarquizada, na qual as “regras do jogo” estão definidas de forma clara e ao alcance de todos os participantes.

Assim, o argumento de que esses instrumentos poderiam ser muito difíceis de serem aplicados à realidade do agronegócio⁹⁵ brasileiro não pode ser considerado válido, uma vez que os títulos privados se expandem em tipos e valor financeiro, para as mais variadas mercadorias, indo das mais simples (ovos, grama, alho, banana, feijão) até as que têm seus preços definidos no mercado futuro do segmento BM&F, com negócios em contratos futuros e de opções sobre futuros, como apresentado no Anexo III.

Podemos, então, afirmar que qualquer instrumento que se pretenda aplicar deve ter, no mínimo, o seu objeto de negociação, com características mínimas que permitam a sua fácil identificação e diferenciação, a sua finalidade, a sua forma de pagamento /liquidação, o público alvo/segmento a que se destina, a forma como será realizada e preservada a transação, inclusive com as possibilidades de alteração, e o seu prazo muito bem definido, como podem ser vistos nos Anexos IV e V, nos quais são apresentadas as minutas das CPRF’s para entrega física e com liquidação financeira, pois programas genéricos podem apresentar os mais diferentes resultados e nem sempre aqueles que são os esperados.

Apesar de ter sido considerada, no início de seu processo de implantação, a possibilidade desses novos instrumentos, no caso as CPRF’s, terem condições de trazer para o nosso mercado interno as operações financeiras que são realizadas em bolsas estrangeiras com produtos nacionais, como os contratos de café negociados pela CSCE (*Coffee, Sugar and*

⁹⁵ Palavra que designa, ao mesmo tempo, o universo das atividades agrícolas ou pecuárias.

Cocoa Exchange)⁹⁶, LAZZARINI, *et all*: 2010, verificou que, mesmo se houvesse um contrato negociado na bolsa nacional que tivesse especificações de acordo com o nosso mercado, isto não ocorreria, mesmo não havendo diferença significativa entre os preços futuros dos contratos BM&F e os negociados em NY. Tal fato, segundo esse autor, deve-se à existência de uma liquidez muito maior no mercado externo, o que torna este mercado muito mais atraente e seguro (maior convergência de base). Contudo, o mesmo não ocorria para os contratos com entrega física, devido aos custos adicionais já comentados.

Desta forma, o argumento de que a integração da bolsa apresenta fatores que são positivos para a consolidação do mercado financeiro nacional, recebe mais um reforço, faltando apenas atualizar estes dados e teste para os anos mais recentes, entre 2000 e 2011, para verificar se a expansão dos negócios, motivada pela entrada dos novos instrumentos, melhorou a liquidez do nosso mercado ao ponto de torná-lo mais atraente para os agentes que operam nos mercados externos.

No entanto, o fato é que há um número maior de alternativas de financiamento para o agronegócio hoje, em relação ao período entre os anos de 1996 a 2011, o volume financeiro se ampliou, de forma constante, e os custos relativos a estes contratos apresentaram redução, na medida em que os mesmos bancos que fornecem o aval compram os títulos dos agricultores e empresários e emitem os títulos que podem ser dados em garantia, como os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), que podem ser vinculados a financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, que são liquidados em dinheiro e isentos de IR e IOF, convertendo-se rapidamente em importantes instrumentos de captação de recurso. Somente junto à CETIP, o volume de LCA's depositadas passou de R\$ 8,8 bilhões em jan.2010, para 12,9 bilhões em jan.2011, um aumento de 31,8%.

Estes títulos são formados, em grande parte, por outros emitidos por bancos com interesse em financiar as atividades produtivas ligadas ao agronegócio, como a Cédula do Produtor Rural (CPR), que são emitidos por produtores ou cooperativas, para antecipar o fluxo financeiro que os títulos precisam para produzir ou o resultado (lucro) que obteriam com a sua venda,

⁹⁶ Hoje ICE *Futures*, pois em 2004, a CSCE (Coffee, Sugar and Cocoa Exchange) e a *New York Cotton Exchange (Nyce)* se tornaram uma única bolsa dando origem a *New York Board of Trade (Nybot)*. Em seguida, em setembro de 2007, a Nybot foi renomeada para: ICE *Futures*, EUA; sendo subsidiária integral da *Intercontinental Exchange (ICE)*.

servindo, como garantias para essas emissões ou como instrumentos para novas captações, a partir da dívida contraída.

Da mesma forma, com a integração do mercado de bolsa, formando uma estrutura hierarquizada com a constituição de uma nova e única empresa que reúne os diferentes mercados: capitais, ativos financeiros, *commodities* agrícolas, à vista e a futuro; na BM&FBOVESPA, foi possível uma redefinição do ambiente institucional deste mercado, com a constituição de novas estruturas, a reestruturação e redefinição de outras e a eliminação daquelas que pudessem ser convertidas em ganhos com custos de transação; pois agentes que tradicionalmente operavam com um número grande de bolsas, mais de 30, dado que em alguns estados havia mais de uma bolsa em funcionamento, passaram a operar com, no máximo, 18 bolsas que negociam mercadorias (ver Anexo II).

Este processo de integração, passou a reunir, também, numa única estrutura, o Banco BM&F, todas as *clearings* autorizadas a funcionar no país (Derivativos — BM&FBOVESPA; CBLC — BM&FBOVESPA; Câmbio — BM&FBOVESPA; Ativos — BM&FBOVESPA; SELIC — gerido pelo BCB em parceria com a ANBIMA; e CETIP S.A. — Autônomo e Subordinado), proporcionando redução de custos e riscos operacionais, automação total de pagamentos e recebimentos nos eventos de liquidação e automação da gestão dos processos.

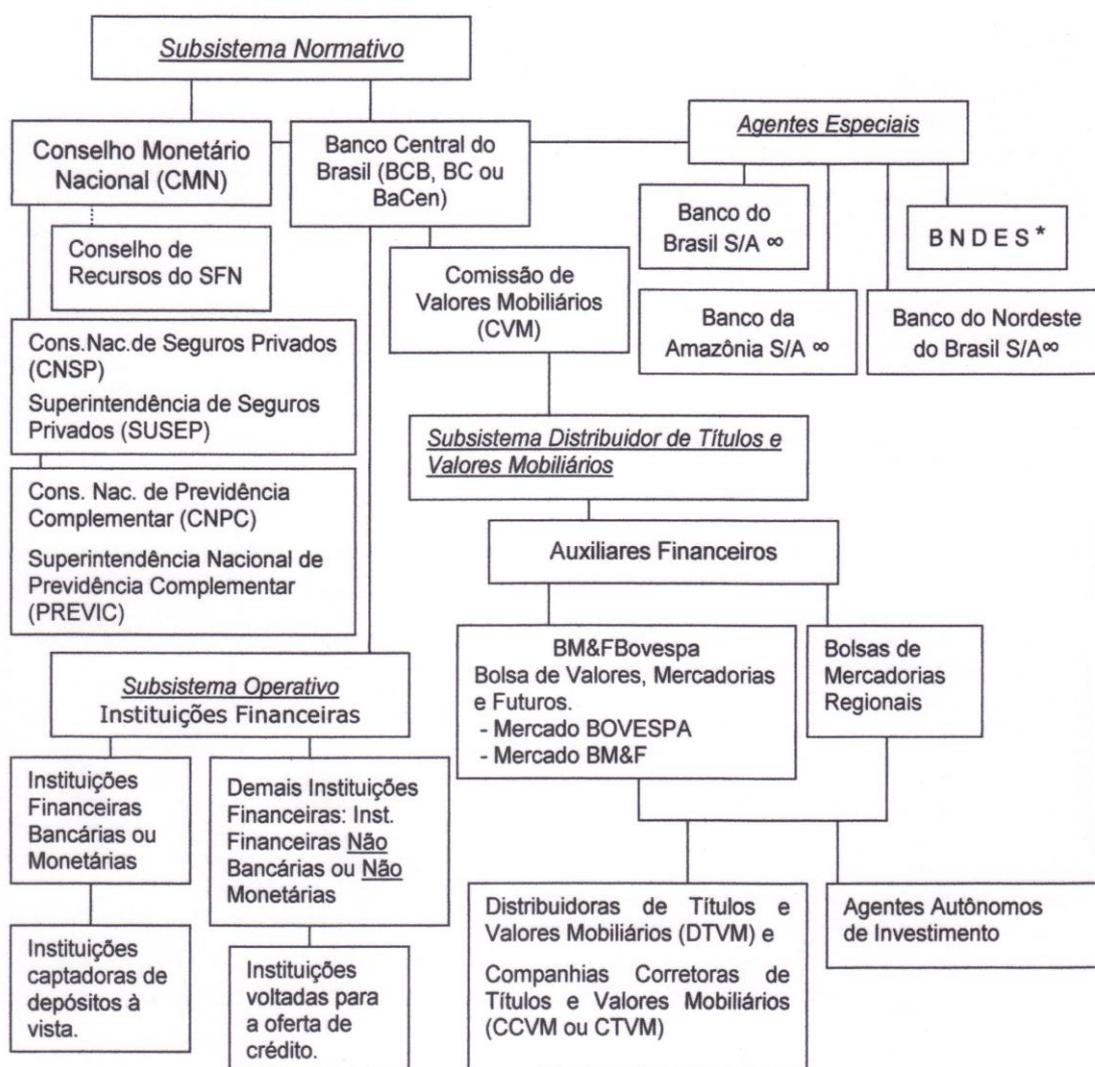
Por tudo isso, é possível afirmar que o processo de integração aqui estudado apresenta mais aspectos positivos que negativos, representando, até a presente data, um ganho para a nossa economia. Contudo, estudos mais detalhados podem melhor revelar aspectos que ainda são muito difíceis de serem analisados num trabalho como este, tais como a pesquisa de séries históricas anuais por tipo de contrato e por mercadoria. A CETIP e o SRCA só fornecem consulta ou por mercadoria/período, mas não por total de contratos, ou por dia do ano/tipo de contrato, não diferenciando os que estão registrados para um determinado intervalo de tempo. Tentativas de obter tais informações, a partir dos departamentos responsáveis, tanto na Comissão Nacional das Bolsas (CNB), como junto à BM&FBOVESPA, sempre esbarravam em alguma exigência adicional ou em alguma dificuldade encontrada pelo responsável em atender às consultas. Sem dúvida, o sistema de divulgação de informações é um dos aspectos que tem melhorado, mas que ainda pode ser aprimorado, oferecendo maior e mais fácil acesso às informações, que, no mercado financeiro, é um dos mais valiosos ativos.

Assim, todos os resultados apresentados aqui, que não foram extraídos de alguma das obras citadas, são frutos do trabalho pessoal de coleta de dados e da utilização para os propósitos desta dissertação, assumindo integralmente toda a responsabilidade pelas conclusões extraídas

dessas mesmas coletas. Concluo, convidando todos os demais pesquisadores e interessados a se debruçarem sobre este tema, ainda tão pouco estudado de forma acadêmica, em nosso país, e tão carente de leituras alternativas, uma vez que grande volume dos trabalhos publicados sobre mercado financeiro e produtos de investimento são análises de viabilidade financeira e de retorno.

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

S F N



Instituições Não Financeiras
(pertencentes ao SFN)

- Seguradoras, Sociedades de Capitalização e Entidades Abertas ou Fechadas de Previdência Complementar^o
- Sociedades de Fomento Mercantil (*Factoring*)

* 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 BOLSAS DE MERCADORIAS AGRÍCOLAS EM ATIVIDADE E SUAS RESPECTIVAS ASSOCIAÇÕES.

Associação Nacional das Bolsas de Mercadorias e Cereais - ANBM

Endereço: Av. Rio de Janeiro nº 221 - salas 11/14 – 1º andar - Londrina/PR

Cep.: 86.010-150

Fone: (43) 3324-4004

Fax: (43) 3324-2030

CNPJ: 05.170.016/0001-66

COMISSÃO NACIONAL DAS BOLSAS – CNB

Endereço: SCN Q. 4 - Bl. B - Sala 404 - A - Brasília/DF.

Cep.: 70.714-900

Fone: (61) 3328-6301

Fax: (61) 327.3639/328-6301

CNPJ: 33.802.844/0001-05

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS – BM&FBOVESPA

Rua XV de Novembro, 275 – Centro – São Paulo, SP

Cep.: 01.013-001

Fone: (11) 2565-4000

Mercado (segmento) BM&F

Praça Antonio Prado, 48 – Centro – São Paulo, SP

Cep.: 01.010-901

BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIAS – BBM/SP

Endereço: Rua Líbero Badaró nº 471, 2º andar - centro São Paulo/SP

Cep.: 01.009-000

Fone: (11) 2565-4015

Fax: (11) 3442-7476

CNPJ: 05.342.088/0008-10

BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIAS – BBM/MG

Endereço: Av. do Contorno n° 3505 4º andar Conj. 402, Bairro Santa Efigênia

Belo Horizonte/MG

Cep.: 30.110-917

Fone: (31) 3224-5826

Fax: (31) 3481-0099

CNPJ: 05.342.088/0004-96

BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIAS – BBM/UB

Endereço: Av. José Andraus Gassani,1504 - Dist. Industrial Uberlândia/MG

Cep.: 38.402-322

Fone: (34) 3212.1433 - 0482/1321

Fax: (34) 3212.1843 - 3232.0964

CNPJ: 05.342.088/0006-58

BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIAS – BBM/PR

Endereço: Rua Marechal Deodoro, 344 - 5º andar – Curitiba/PR

Cep.: 80.430-040

Fone: (41) 3320.7800

Fax: (41) 3320-7837 7840

CNPJ: 05.342.088-0003-05

BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIAS – BBM/RS

Endereço: Rua: 7 de Setembro, 515 - 4º Andar- Centro - Porto Alegre/RS

Cep.: 90.010-190

Fone: (51) PABX 3216-3700 / 3216-3754

Fax: (51) 3216.3769/3773

CNPJ: 05.342.088.0007-39

BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIAS – BBM/MS

Endereço: Rua Aratú, 156 - Chácara Cachoeira - Campo Grande/MS

Cep.: 79.040-330

Fone: (67) 3341.8888

Fax: (67) 3341.4414

CNPJ: 05.342.088/0002-24

BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIAS – BBM/GO

End: Av. República do Líbano, 1551 QD. D-1, LT. 6/8 SL.201, 2º andar, – Goiânia/GO

Ed. Vanda Pinheiro - Setor Oeste

Cep.: 74.125-125

Fone: (62) 3225.7497

Fax: (62) 3224.6827

CNPJ: 05.342.088/0005-77

BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIAS – BBM/CE

Indereço: Av. Dom Manuel, 1020 – Centro – Fortaleza/CE

Cep.: 60.060-090

Fone: (85) 4012-7545/7544/3254-4018

Fax: (85) 3221-3349

CNPJ: 05.342.088/0009-09

BOLSA DE GÊNEROS ALIMENTÍCIOS DO RIO DE JANEIRO – BGARJ

Endereço: Rua da Cevada, 93, Mercado S. Sebastião - Penha

21.011-080 Rio de Janeiro, RJ

Fone: (21) 2584.9191/9484/9461

Fax: (21) 2584.9452

CNPJ: 34.009.894/0001-00

BOLSA NACIONAL DE MERCADORIAS - BNM

Endereço: SEPN 513 Bl. D, Ed. Imperador, Salas 102/104– Brasília/DF

Cep.: 70.760-545

Fone: (61) 340.8912/7880/7380

Fax: (61) 340.8144

CNPJ: 00.721.191/0001-80

BOLSA DE CEREAIS E MERCADORIAS DO CENTRO-OESTE - BCMCO

Endereço: Rodovia BR 153 km 51 – Setor Industrial Aeroporto– Anápolis/GO

Cep.: 75.104-240

Fone: (62) 3314.1676/1823

Fax: (62) 3314.1379

CNPJ: 01.688.860/0001-22

BOLSA DE CEREAIS E MERCADORIAS DE MARINGÁ - BCMM

End: Av. Vereador João Batista Sanches, nº 1174 - Parque Industrial II -Maringá, PR

Cep.: 87.065-130

Fone: (44) 3218-1155

Fax: (44) 3218-1166

CNPJ: 78.199.197/0001-27

BOLSA MERCANTIL DE RECIFE - BMR

Endereço: Av. Prefeito Antônio Pereira, 700 - Centro Urbano do Curado– Recife/PE

Cep.: 50.950-030

Fone: (81) 3452-1102 e 3452-2008

Fax: (81) 3452-1102

CNPJ: 40.858.151/0001-08

BOLSA DE MERCADORIA DE BRASÍLIA - BBSB

Endereço: SCS Qd. 06 Bl. A -194 2º Andar Ed. CITIBANK- Brasília/DF

Cep.: 70.300-500

Fone: (61) 3035-9600

Fax: (61) 3035-9605

CNPJ: 38.051.595/0001-87

BOLSA INTERNACIONAL DE MERCADORIAS DE URUGUAIANA - BIMU

Endereço: Rua General Câmara, 1865- Uruguaiana/RS

Cep.: 97.500-282

Fone: (55) 3412-4080 – 3 412-3420 – 3412-5348

Fax: (55) 3412-4080 – 412-5348 – 411-5752

CNPJ: 94.720.158/0001-80

BOLSA DE CEREAIS E MERCADORIAS DE LONDRINA - BCML

Endereço: Av. Rio de Janeiro, 221 - 1º Andar- S/11 a 14 - Ed. América – Londrina/PR

Cep.: 86.010-918

Fone: (43) 3324-4004

Fax: (43) 3324-4004

CNPJ: 00.441.308/0001-72

Bolsa de Hortifrutigranjeiros, Cereais e Produtos Agropecuários do Estado de Pernambuco -
BHCP

Endereço: Av. Rio Branco, 243 - Sala 601 - Bairro do Recife– Recife/PE

Cep.: 50.030.310

Fone: (81) 2101-5200

Fax: (81) 2101-5221

CNPJ: 41.229.428/0001-98

BOLSA DE MERCADORIAS DA METADE SUL - BMS

Endereço: Rua Antônio dos Anjos, 830 – Pelotas/RS

Cep.: 96.020-700

Fone: (53) 3284-7200

Fax: (53) 3284-7208

CNPJ: 03.677.352/0001-74

Bolsa de Cereais e Mercadorias do Estado de Mato Grosso - BCMMT

Endereço: Av. Dom Bosco, 1733 – Centro - Cuiabá/MT

Cep.: 78.020.050

Fone: (65) 3624.3431

Fax: (65) 3624.6440

CNPJ: 15.082.001/0001-08

BOLSA DE CEREAIS DE SÃO PAULO – BCSP

Endereço: Av. Senador Queiroz n.º 611 – 2º andar – Santa Ifigênia – São Paulo/SP

Cep.: 01.026-001

Fone: (11) 3311-6432

Fax: (11) 3227-5591

CNPJ: 61.053.286/0001-68

BOLSA DE MERCADORIAS E CEREAIS DE SINOP – BMCS

Endereço: Rua dos Cajueiros n.º 1832 – Centro – Sinop/MT

Cep.:78.550-000

Fone: (66) 3531-1798

Fax: (66) 3531-9562

CNPJ: 07.909.877/0001-49

BOLSA DE CEREAIS E MERCADORIAS DE RONDONÓPOLIS - BCMR

End: Av. Lions Internacional, n.º 1.315, Sala 2 B, Vila Aurora – Rondonópolis/MT

Cep.:78.740.485

Fone: (66) 3422-2189 3422-1720

Fax: (66) 3422-7165

CNPJ: 08.836.680/0001-90

BOLSA DE MERCADORIAS DE CAMPINA GRANDE-BMCG

Endereço: Rua Paulino Raposo nº 071, Bairro São José, Campina Grande-PB

Cep: 58.107-610

Fone: (83) 3321-2868 e 3321-8694

Fax: (83) 3321-8694

CNPJ: 08.737.835/0001-30

BOLSA DO BRASIL CENTRAL - BBC

Endereço: Av. Minas Gerais nº 142, Sala 106, Bairro Jundiáí/Anápolis-GO.

Cep.: 75.110-770

Fone: (62) 3702-3849

Fax: (62) 3702-5849

CNPJ: 11.806.402/0001-02

ANEXO III: Contrato Futuro de Café Arábica – Especificações – BM&FBOVESPA



Contrato Futuro de Café Arábica - Especificações -

1. Definições

Contrato (especificações):

Preço de ajuste (PA):

termos e regras sob os quais as operações serão realizadas e liquidadas. preço de fechamento, expresso em dólares dos Estados Unidos da América por saca, apurado e/ou arbitrado diariamente pela BM&F, a seu critério, para cada um dos vencimentos autorizados, para efeito de atualização do valor das posições em aberto e de apuração do valor de ajustes diários e de liquidação das operações *day trade*.

Taxa de câmbio referencial BM&F: taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos descrita no Anexo III do Ofício Circular 058/2002-DG, de 19 de abril de 2002.

PTAX:

taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos da América, cotação de venda, negociada no mercado de câmbio, para entrega pronta, contratada nos termos da Resolução 3.265/2005, do Conselho Monetário Nacional (CMN), apurada e divulgada pelo Banco Central do Brasil (Bacen), por intermédio do Sisbacen, transação PTAX800, opção "5", cotação de fechamento, para liquidação em dois dias, a ser utilizada com, no máximo, seis casas decimais, também divulgada pelo Bacen com a denominação de Fechamento PTAX, conforme Comunicado 10.742 do Bacen, de 17 de fevereiro de 2003, relativa ao último dia do mês anterior ao da operação.

2. Objeto de negociação

Café cru, em grão, de produção brasileira, *coffea arabica*, tipo 6 ou melhor, bebida dura ou melhor, para entrega no Município de São Paulo, SP, Brasil.

3. Cotação

Dólares dos Estados Unidos da América por saca de 60 quilos líquidos, com duas casas decimais.

4. Variação mínima de apregoação

US\$0,05 (cinco centavos de dólar dos Estados Unidos) por saca de 60 quilos líquidos.

5. Oscilação máxima diária

Conforme estabelecida pela BM&F.

Para o primeiro vencimento em aberto, o limite de oscilação será suspenso nos três últimos dias de negociação.

A BM&F poderá alterar o limite de oscilação de preços de qualquer vencimento a qualquer tempo, mesmo no decurso do pregão, mediante comunicação ao mercado com 30 minutos de antecedência.

6. Unidade de negociação

100 sacas de 60 quilos líquidos ou 6.000 quilos líquidos.

7. Meses de vencimento

Março, maio, julho, setembro e dezembro.

8. Número de vencimentos em aberto

Conforme autorização da Bolsa.

9. Data de vencimento e último dia de negociação

Sexto dia útil anterior ao último dia do mês de vencimento. Nesse dia, não se admitirão abertura de novas posições vendidas nem operações *day trade*.

10. Dia útil

Considera-se dia útil, para efeito deste contrato, o dia em que há pregão na BM&F. Entretanto, para efeito de liquidação financeira, a que se referem os itens 11, 12, 15.5 e 21.1, considerar-se-á dia útil o dia que, além de haver pregão na BM&F, não for feriado bancário na praça de Nova Iorque, EUA.

11. Day trade

São admitidas operações *day trade* (compra e venda, no mesmo dia de pregão, da mesma quantidade de contratos para o mesmo vencimento), que se liquidarão automaticamente, desde que realizadas em nome do mesmo cliente, por intermédio da mesma Corretora associada e sob a responsabilidade do mesmo Membro de Compensação, ou realizadas pelo mesmo Operador Especial, sob a responsabilidade do mesmo Membro de Compensação. A liquidação financeira dessas operações será realizada no dia útil subsequente, sendo os valores apurados de acordo com o item 12(a), observado, no que couber, o disposto no item 22.

12. Ajuste diário

As posições em aberto ao final de cada pregão serão ajustadas com base no preço de ajuste do dia, determinado



segundo regras estabelecidas pela Bolsa, com movimentação financeira no dia útil subsequente, observado, no que couber, o disposto no item 22.

O ajuste diário das posições em aberto será realizado até o dia útil anterior ao dia de alocação do Aviso de Entrega, descrito nos itens 15.1 e 15.2, de acordo com as seguintes fórmulas:

a) ajuste das operações realizadas no dia

$$AD = (PA_t - PO) \times 100 \times n \quad (1)$$

b) ajuste das posições em aberto no dia anterior

$$AD = (PA_t - PA_{t-1}) \times 100 \times n \quad (2)$$

onde:

AD = valor do ajuste diário;
 PA_t = preço de ajuste do dia;
 PO = preço da operação;
 n = número de contratos;
 PA_{t-1} = preço de ajuste do dia anterior.

O valor do ajuste diário (AD_t), calculado conforme demonstrado acima, se positivo, será creditado ao comprador e debitado ao vendedor. Caso o cálculo acima apresente valor negativo, será debitado ao comprador e creditado ao vendedor.

13. Pontos de entrega

A entrega deverá ser realizada em armazéns cadastrados pela BM&F.

No caso de entrega em localidade diferente do Município de São Paulo, haverá dedução do custo de frete para apuração do valor de liquidação.

14. Certificado de Classificação

A classificação será solicitada pelo cliente-vendedor à BM&F, por intermédio de armazém por esta cadastrado, em formulário por ela adotado, no qual deverão constar o número de lotes e a quantidade de sacas ou de *big bags* de cada lote.

A BM&F registrará a requisição de classificação e atenderá ao serviço pela ordem de entrada respectiva. O fornecimento do Certificado de Classificação será efetuado dentro de cinco dias úteis, contados da data de recebimento, pela BM&F, das respectivas amostras, desde que entregues até dez dias úteis antes do último dia do período de registro do Aviso de Entrega.

As amostras do lote, a serem extraídas pelo armazém, deverão estar em embalagem lacrada, das quais uma se destinará ao cliente-comprador, para exame de qualidade; as demais ficarão disponíveis para eventual arbitramento da qualidade da mercadoria entregue. O número de vias de amostras será determinado pela BM&F. Quando da classificação e da arbitragem, os lotes serão analisados quanto à bebida, utilizando-se dez xícaras.

A BM&F verificará, quando solicitada, o estado da sacaria ou dos *big bags* e do café que compõem os lotes depositados em armazéns, a fim de constatar sua conformidade. Os lotes encontrados em desacordo terão seus Certificados de Classificação cancelados.

Será permitido o reensaque, total ou parcial, de café vazado por ruptura de sacaria ou de *big bags* de lote já classificado. Verificado o vazamento, o armazém notificará o cliente depositante e a BM&F e procederá ao reensaque no prazo de dez dias da constatação do vazamento, por conta e ordem do cliente. Se a BM&F, em inspeção eventual, constatar vazamento da sacaria ou dos *big bags* que compõem um lote, que não tenha sido notificado pelo armazém ou pelo cliente depositante, o lote será desclassificado.

15. Condições de liquidação no vencimento

15.1 Período de registro do Aviso de Entrega

Os clientes-vendedores, que optarem pelo não-encerramento de suas posições em pregão até o último dia de negociação, deverão registrar eletronicamente, via Sistema de Liquidação Física da BM&F, o documento Aviso de Entrega, no período que tem início no primeiro dia útil do mês de vencimento e termina às 18:00 do sétimo dia útil anterior ao último dia do mês de vencimento.

15.2 Procedimentos de registro eletrônico e alocação do Aviso de Entrega

Até a data do registro eletrônico do Aviso de Entrega, o cliente-vendedor deverá, obrigatoriamente, enviar à BM&F, por intermédio do armazém ou da Corretora que o representa, os seguintes documentos:

- "declaração de propriedade e romaneio de peso da mercadoria", que declara a não existência de ônus de qualquer natureza, inclusive pendências fiscais, e de que a sacaria ou os *big bags* que compõem o lote, são novos e estão em perfeito estado de conservação;
- "ordem de entrega provisória", nominal à BM&F, que certifica estarem pagas as despesas de armazenagem e seguro, sobre os riscos de praxe da mercadoria, pelo prazo de 15 dias, a contar da data de emissão do Aviso de Entrega.



O cliente-vendedor deverá, por intermédio de sua Corretora, registrar, via Sistema de Liquidação Física da BM&F, os Certificados de Classificação que receber, os quais deverão ser confirmados eletronicamente pelo armazém.

Os Avisos de Entrega serão alocados pela BM&F aos clientes-compradores no dia útil seguinte à data de seu registro eletrônico via Sistema de Liquidação Física.

Os Avisos de Entrega serão colocados à disposição na sala de negociações para escolha pelos clientes com posição compradora. A Bolsa oferecerá os lotes constantes desses avisos aos clientes-compradores seguindo a ordem de antiguidade das posições, tendo prioridade aqueles cujas posições tenham sido abertas a mais tempo. Não havendo interessados pelo recebimento da mercadoria no todo ou em parte, a Bolsa determinará que os cliente(s) comprador(es) com a(s) posição(ões) mais antiga(s) receba(m) a mercadoria.

15.3 Indicação de terceiros e faturamento

Os clientes-vendedores residentes no Brasil poderão indicar terceiros para entregar o café, desde que o façam antes do registro eletrônico do Aviso de Entrega. Os clientes-vendedores não-residentes deverão, obrigatoriamente, nomear substituto residente no Brasil para entregar o café, desde que o façam antes do registro eletrônico do Aviso de Entrega.

Os clientes-compradores poderão indicar terceiros para receber o café. O comprador não-residente, no caso de desejar receber o café, deverá, obrigatoriamente, nomear um representante legal para providenciar o transporte e o embarque da mercadoria para exportação, bem como atender às demais exigências definidas pela Secretaria de Comércio Exterior (Secex), do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC).

Os terceiros assumirão todas as obrigações e exigências deste contrato, até sua liquidação final. Em qualquer hipótese, os clientes-compradores e os clientes-vendedores originais permanecerão responsáveis por todas as obrigações dos terceiros indicados, de qualquer natureza, até a liquidação final do contrato.

O cliente-comprador, seu substituto ou representante legal deverá enviar à BM&F, por intermédio de sua Corretora, as informações solicitadas para faturamento, até as 16:00 do segundo dia útil da data de alocação do Aviso de Entrega.

15.4 Formação do(s) lote(s)

- Os tipos serão 6 ou melhor, não se admitindo tipos inferiores ao 6.
- O café, que não poderá ser resultante de salvados de incêndio nem conter corpos estranhos além dos que lhe sejam próprios, deverá estar ensacado em sacas novas de juta, não-viajadas, tipo 2J ou 3J de primeira qualidade, em perfeito estado de conservação, que não sejam oriundas de refugo nem recosturadas, bem identificáveis, com peso mínimo de 520 gramas e 3% de tolerância, isentas de hidrocarbonetos e tratadas com óleo vegetal. No caso de o café ser entregue embalado em *big bags*, estes não serão retornáveis e a embalagem aceita será a de capacidade igual a 1.200 quilos líquidos, formada por tecido de polipropileno, com dimensões iguais a 90 centímetros de largura, 90 centímetros de comprimento e 1,90 metro de altura, e com peso mínimo de 3,30 quilos e máximo de 3,70 quilos. O café deve ser classificado pela BM&F, conforme os regulamentos desta, que estão de acordo com a legislação em vigor – Lei 9.972, de 25 de maio de 2000, Decreto 3.664, de 17 de novembro de 2000, e Instrução Normativa 8, de 11 de junho de 2003 –, depositado em armazém cadastrado pela Bolsa e formado em lotes.
- Não podem ser entregues cafés chuvados, úmidos, mal secos, barrentos, infestados ou de gostos estranhos aos característicos do café arábica.
- Serão admitidos até o máximo de 8% de grãos brocados ou carunchados.
- Serão admitidas entregas de lotes de peneiras 15 acima. Admite-se vazamento da peneira 15 de 30%, sendo o máximo de 10% para a peneira 13. Os lotes compostos por grãos chatos poderão conter o máximo de 10% de grãos moça e os lotes compostos por grãos moça poderão conter o máximo de 10% de grãos chatos.
- Para os lotes de moça, não serão consideradas as peneiras.
- Para a formação do lote, a cor do café será verde ou esverdeada, uniforme, compreendendo-se por cor esverdeada a cor característica da safra em curso ou da imediatamente anterior. Não serão admitidos cafés claros ou manchados.
- Na entrega, mantida a uniformidade, será admitida variação de cor, em função do espaço de tempo decorrido entre a data de emissão do Certificado de Classificação e a data de entrega.
- Não poderão ser entregues lotes alterados por más condições de armazenagem.
- O lote terá no máximo 100 sacas de 60 quilos líquidos ou 6.000 quilos líquidos, e será formado em um só armazém cadastrado, onde a mercadoria estiver depositada.
- Para compor a unidade de negociação, será permitida a entrega de, no mínimo, 100 sacas ou 6.000 quilos líquidos.



Caso o cliente queira transferir o café de um armazém cadastrado para outro, poderá fazê-lo sem perder a validade do Certificado de Classificação, mas arcando com os custos respectivos. A transferência deverá ser solicitada por Corretora associada e autorizada pela BM&F, que designará um funcionário para acompanhar a transferência.

15.5 Liquidação financeira no vencimento

A liquidação financeira no vencimento do contrato, por parte do comprador, relativa à entrega e ao recebimento da mercadoria, será realizada no terceiro dia útil subsequente à data de alocação do Aviso de Entrega, observado, no que couber, o disposto no item 22. O repasse desse valor ao vendedor, pela BM&F, ocorrerá no quinto dia útil subsequente à data de alocação do Aviso de Entrega, observado, no que couber, o disposto no item 22.

O valor de liquidação por contrato será calculado de acordo com as seguintes fórmulas:

a) caso a entrega ocorra em sacaria

$$VL = \frac{\left\{ C \times \left[\left(1 - \frac{D1}{100} \right) \right] \right\} - D2}{60.5} \times P \quad (3)$$

b) caso a entrega ocorra em *big bags*

$$VL = \frac{\left\{ C \times \left[\left(1 - \frac{D1}{100} \right) \right] \right\} - D2}{60.175} \times P \quad (4)$$

onde:

VL = valor de liquidação financeira por contrato;

C = preço de ajuste do pregão anterior à data de alocação do Aviso de Entrega ao comprador;

D1 = deságio percentual, se houver, em função do tempo decorrido desde a data de emissão do Certificado de Classificação até a data de alocação do Aviso de Entrega;

D2 = deságio de frete, se houver;

P = peso bruto total do lote entregue para liquidação de um contrato, expresso em quilogramas, com duas casas decimais.

O deságio por tempo de emissão do Certificado de Classificação será de 1% a cada 30 dias, incidindo o primeiro deságio no 91º dia da data de emissão do Certificado de Classificação, para amostras de café com origem no litoral. Quando a amostra de café for originária de região do planalto, o primeiro deságio de 1% incidirá sobre o Certificado de Classificação a partir do 151º dia da data de sua emissão.

O valor de D2, originalmente divulgado em reais, será convertido em dólares pela taxa de câmbio referencial BM&F, definida no item 1. Os deságios de frete são publicados periodicamente pela Bolsa. O cliente-comprador poderá solicitar a pesagem do café no ato de seu recebimento. Caso essa pesagem difira daquela certificada pelo armazém, o valor de liquidação será ajustado na proporção da diferença de peso verificada. A despesa de pesagem correrá por conta do comprador.

Se o café estiver sujeito a arbitramento, a BM&F pagará à Corretora, e esta ao vendedor, 80% do valor de liquidação financeira; o saldo será pago no dia útil seguinte ao de aceitação final do café pelo comprador.

O faturamento será feito sem ágio quando o tipo for superior a 6.

15.6 Outras condições

A entrega da mercadoria deverá ser efetivada mediante seu faturamento pelo vendedor ao comprador, de acordo com a legislação em vigor. Caso essa legislação estabeleça a incidência de ICMS, seu valor deverá ser acrescido ao valor de liquidação, para efeito de faturamento. Não será permitido o repasse de crédito de ICMS nas entregas de café em que comprador e vendedor estejam estabelecidos no mesmo Estado da Federação, a menos que a legislação do ICMS o exija.

Quando o vendedor for produtor rural, de acordo com a legislação em vigor, a Contribuição de Seguridade Social será descontada do valor de liquidação. O recolhimento dessa contribuição será de responsabilidade do comprador. O comprador deverá enviar à BM&F a comprovação desse recolhimento.

O recolhimento de PIS e Cofins, quando devidos, será de responsabilidade do vendedor. Seu valor será considerado incluído no preço de negociação, não afetando, portanto, o valor de liquidação.

A BM&F emitirá certificado em que constarão tipo de produto entregue, quantidade e valor de liquidação financeira (anexado de cópia do Certificado de Classificação), que será utilizado, quando for



o caso, pelo representante legal do comprador não-residente, na obtenção dos registros de venda e de exportação, conforme exigido pela Secex.

16. Arbitramento

16.1 Caso o lote recebido não tenha sido previamente arbitrado, o comprador poderá pedir arbitramento à BM&F, dentro do prazo de dois dias úteis do recebimento da documentação da mercadoria adquirida. Se as condições do café divergirem das descritas neste contrato, o vendedor ficará obrigado, dentro de dois dias úteis da notificação do resultado do arbitramento, a substituir os respectivos lotes por outros, que se enquadrem nos tipos, na bebida e nas demais condições admitidas.

A decisão do arbitramento será final, contra a qual não caberá nenhum recurso.

16.2 Estando os lotes arbitrados, o comprador poderá, ainda, examinar sua conformidade no tocante às condições de armazenagem. Não estando de acordo, poderá, até as 09:00 do segundo dia útil após a alocação do Aviso de Entrega, pedir à BM&F que as verifique. Constatada a desconformidade alegada pelo comprador, o vendedor deverá substituir os lotes até as 09:00 do quinto dia útil da data de alocação do Aviso de Entrega.

Quando solicitar arbitramento, o comprador pagará à BM&F as despesas decorrentes, que se constituirão nas despesas de viagem e de estada de seu representante, mais 1% do valor de um lote verificado, calculado pelo preço de ajuste do vencimento futuro mais próximo, observado no dia de solicitação de arbitramento; mais 0,5% pela verificação de um segundo lote; e mais 0,3% pela verificação de um dos lotes subsequentes.

Constatada a desconformidade do(s) lote(s), o vendedor ressarcirá o comprador, por intermédio da BM&F, das despesas de verificação de conformidade, não o isentando da troca da mercadoria. Vendedor e comprador poderão também, de comum acordo, decidir-se por um deságio sobre o valor de liquidação. Esse acordo deverá ser registrado junto à BM&F.

17. Operações *ex-pit*

Serão permitidas operações *ex-pit*, até o último dia útil anterior ao período de registro do Aviso de Entrega, desde que atendidas as condições estabelecidas pela BM&F. Essas operações serão divulgadas pela Bolsa, mas não serão submetidas à interferência do mercado.

18. *Hedgers*

Cafeicultores, cooperativas de café, empresas de insumos, indústrias de torrado e moído e de solúvel, maquinistas, importadores e exportadores do produto.

19. Margem de garantia

Será exigida margem de garantia de todos os clientes com posição em aberto, cujo valor será atualizado diariamente pela Bolsa, de acordo com os critérios de apuração de margem para contratos futuros.

A margem será devida no dia útil subsequente. No caso de clientes não-residentes, se o dia útil subsequente for feriado bancário em Nova Iorque, a margem será devida no primeiro dia, após o de abertura da posição, em que não for feriado bancário naquela praça.

A conversão dos valores de margem, quando necessária, será realizada observando-se, no que couber, o disposto no item 22.

20. Ativos aceitos como margem

Para residentes, dinheiro, ouro e, mediante autorização prévia da Bolsa, títulos públicos federais, títulos privados, cartas de fiança, ações e cotas de fundos fechados de investimento em ações. Para não-residentes, dólares dos Estados Unidos e, mediante autorização prévia da BM&F, títulos do governo dos Estados Unidos (T-Bonds, T-Notes e T-Bills).

21. Custos operacionais

• Taxas da Bolsa

Taxas de emolumentos, de registro e de permanência, apuradas conforme cálculo estabelecido pela Bolsa.

• Taxa de liquidação

0,45% sobre o valor de liquidação financeira no vencimento.

• Taxa de classificação

Valor em reais estabelecido pela BM&F e devido pelo vendedor.

• Taxa de arbitramento

Valor em reais estabelecido pela BM&F e devido pelo comprador.

Os Sócios Efetivos e os investidores institucionais têm desconto de 25% sobre os custos operacionais.

21.1 Datas de pagamento

a) As taxas de emolumentos e de registro são devidas no dia útil seguinte ao da operação, observado, no que couber, o disposto no item 22.

b) A taxa de permanência é devida na data determinada pela Bolsa.



- c) A taxa de liquidação é devida no terceiro dia útil subsequente à data de alocação do Aviso de Entrega, observado, no que couber, o disposto no item 22.
 - d) As taxas de classificação e de arbitramento são devidas quando da solicitação dos respectivos serviços.
- 22. Forma de pagamento e de recebimento dos valores relativos à liquidação financeira e à conversão dos valores de margem de garantia**
- A liquidação financeira das operações *day trade*, de ajustes diários, no vencimento e dos custos operacionais não-expressos em reais, bem como a conversão dos valores de margem de garantia, será realizada conforme determinado a seguir.
- 22.1 Clientes não-residentes**
- Em dólares dos Estados Unidos da América, na praça de Nova Iorque, EUA, por intermédio dos Bancos Liquidantes das operações da BM&F no Exterior, por ela indicado.
- A conversão dos valores de margem depositados em dólares e/ou em títulos do Tesouro do governo dos Estados Unidos será feita pela taxa de câmbio referencial BM&F, definida no item 1, do dia da operação.
- 22.2 Clientes residentes**
- Em reais, de acordo com os procedimentos normais dos demais contratos da BM&F não-autorizados à negociação pelos investidores estrangeiros.
- A conversão dos valores de liquidação financeira, quando for o caso, será feita pela taxa de câmbio referencial BM&F, definida no item 1, relativa a uma data específica, conforme a natureza do valor a ser liquidado, a saber:
- a) na liquidação de operações *day trade*: a taxa de câmbio referencial BM&F do dia da operação;
 - b) na liquidação de ajuste diário: a taxa de câmbio referencial BM&F do dia a que o ajuste se refere;
 - c) na liquidação financeira no vencimento: a taxa de câmbio referencial BM&F do dia útil anterior ao dia da liquidação financeira.
- A conversão dos valores relacionados aos custos operacionais não-expressos em reais (taxas de emolumentos, de registro e de liquidação), quando for o caso, será feita pela PTAX, definida no item 1.
- 23. Normas complementares**
- Fazem parte integrante deste contrato, no que couber, a legislação em vigor, as normas e os procedimentos da BM&F, definidos em seus Estatutos Sociais, Regulamento de Operações e Ofícios Circulares, observadas, adicionalmente, as regras específicas das autoridades governamentais que possam afetar os termos nele contidos.

ÚLTIMA ATUALIZAÇÃO: OFÍCIO CIRCULAR 068/2006-DG, DE 20/06/2006

Bolsa de Mercadorias & Futuros

ANEXO IV: MINUTA DE CÉDULA DE PRODUTO RURAL (CPR) – FÍSICA

Vencimento: ____/____/____

Aos _____ dias do mês de _____ de 20____, entregarei/emos/, nos termos das cláusulas abaixo e na forma da Lei nº. 8.929, de 22.08.94, a _____ (comprador - CNPJ/CPF), ou **à sua ordem**, o seguinte:

PRODUTO - (Descrever QUANTIDADE e CARACTERÍSTICAS)

LOCAL, PRAZO E CONDIÇÕES DE ENTREGA. - (descrever)

CONDIÇÕES DA QUITAÇÃO: Obrigo-me (amo-nos) a emitir, contra a quitação desta Cédula, nota fiscal de venda a favor do comprador ou de outra pessoa por ele indicada, contendo as especificações da mercadoria.

INADIMPLEMENTO:

GARANTIAS: (descrever os bens vinculados em garantia).

COMPROMETIMENTO DO PRODUTO VENDIDO/GARANTIAS: Obrigo-me/amo-nos/ a, durante a vigência deste título, não alienar e/ou gravar em favor de terceiros, os bens vinculados em garantia e o produto ora vendido.

FISCALIZAÇÃO:

ADITIVOS: Conforme previsto no Artigo nono da Lei 8.929, de 22.8.94, esta Cédula poderá ser retificada e ratificada, no todo ou em parte, através de aditivos que passarão a integrá-la.

FORO - O foro é o de domicílio do emitente.

_____, ____ de _____ de 200__
Local e data de emissão

Assinatura e qualificação do emitente/

Avalista do emitente

ANEXO V: MINUTA DE CÉDULA DE PRODUTO RURAL (CPR) – FINANCEIRA

Vencimento: ____/____/____

Aos ____ dias do mês de _____ de 20____, entregarei/emos/, nos termos das cláusulas abaixo e na forma da Lei nº. 8.929, de 22.08.94, a _____ (comprador - CNPJ/CPF), ou **à sua ordem**, o seguinte:

PRODUTO - (Descrever QUANTIDADE e CARACTERÍSTICAS)

LOCAL, PRAZO E CONDIÇÕES DE ENTREGA. - (descrever)

CONDIÇÕES DA QUITAÇÃO: Obrigo-me (amo-nos) a emitir, contra a quitação desta Cédula, nota fiscal de venda a favor do comprador ou de outra pessoa por ele indicada, contendo as especificações da mercadoria.

INADIMPLEMENTO:

GARANTIAS: (descrever os bens vinculados em garantia).

COMPROMETIMENTO DO PRODUTO VENDIDO/GARANTIAS: Obrigo-me/amo-nos/ a, durante a vigência deste título, não alienar e/ou gravar em favor de terceiros, os bens vinculados em garantia e o produto ora vendido.

FISCALIZAÇÃO:

ADITIVOS: Conforme previsto no Artigo nono da Lei 8.929, de 22.8.94, esta Cédula poderá ser retificada e ratificada, no todo ou em parte, através de aditivos que passarão a integrá-la.

FORO - O foro é o de domicílio do emitente.

_____, ____ de _____ de 200__
Local e data de emissão

Assinatura e qualificação do emitente/

Avalista do emitente

ANEXO VI: RELAÇÃO DE ATOS LEGISLATIVOS CONSULTADOS.

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. Cria 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 8.929, de 22 de agosto de 1994. Institui a Cédula de Produto Rural, e dá outras providências.

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.

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 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.

Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis nos 9.973, de 29

de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei no 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências.

INSTRUÇÃO CVM Nº 422, de 20 de setembro de 2005 - Dispõe acerca da emissão de Nota Comercial do Agronegócio para distribuição pública e dos registros de oferta pública de distribuição e de emissora desse valor mobiliário.

INSTRUÇÃO CVM Nº461, de 23 de outubro de 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.

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.

INSTRUÇÃO CVM Nº 479, de 7 de dezembro de 2009. Promove alterações na INSTRUÇÃO CVM Nº 422 - Dispõe sobre a emissão de Nota Comercial do Agronegócio para distribuição pública e do registro de oferta pública de distribuição desse valor mobiliário.

BIBLIOGRAFIA:

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.

AIDAR, Antônio Carlos K. e PEROSA Jr., R.M.. Espaços e Limites da Empresa Capitalista na Agricultura. In Revista de Economia Política, vol. 1, n.º 3, julho-setembro/1981.

ANBIMA. Mercado de Títulos do Agronegócio: desafios e perspectivas. 2010. Disponível em: < www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=1000000277 >. Acesso em: 20 de jan. 2011.

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

AVELLAR, Sérgio e COTTA, Ricardo. CPR: instrumento de financiamento para o produtor. In: JORNAL FAEMG SENAR. Disponível em: < <http://www.www.faemg.org.br>>. Acesso em: 05 de mar. 2011.

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

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.

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

BARROS, Geraldo Sant'Ana de C. Novas estratégias de gerenciamento de risco e financiamento do agronegócio. In Preços Agrícolas, n. 152, jun. 1999.

BESSADA, Otávio. O Mercado Futuro e de Opções. Rio de Janeiro, RJ: Record, 1994.

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.

BRASIL. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Plano Agrícola e Pecuário: 1994/1995 a 2010/2011. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Secretaria de Política Agrícola. Brasília: Mapa/SPA.

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

CONAB. Acompanhamento da Safra Brasileira: Café Safra 2008, segunda estimativa. Brasília: Conab, 2008.

_____. Indicadores da Agropecuária, VII (10), out-nov. 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.

Gazeta Mercantil. Agroindústria assume papel de banco de crédito. pag. A-1 e B-20, 11 de março de 1999.

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.

GOMES, Fátima R. A Bolsa de Valores brasileira como fonte de informações financeiras. Perspect. cienc. inf., Belo Horizonte, v. 2, n. 2, p. 189 - 202, jul./dez.1997.

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.

HULL, John. Introdução aos Mercados Futuros e de Opções. BM&F/Cultura Editores Associados, 1994.

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.

LAZARDO, Ernesto. Derivativos no Brasil: fundamentos e práticas. São Paulo, BM&F, 1998.

LAZZARINI, S. G., SAESF. Maria Sylvia M. e NAKAZONE, Douglas. Competição entre bolsas de futuros: o caso da BM&F e da CSCE no mercado de café. Trabalho apresentado no XXVII Encontro Nacional de Economia. 2000.

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.

LEVY, Maria B. História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

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.

MACARINI, José Pedro. Um aspecto da política econômica do “milagre brasileiro”: a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. Campinas, SP: Texto para Discussão IE/UNICAMP, n. 122, set. 2006. 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.

OLIVEIRA, J. R. A.; PAES, D. J. E. S.. Ativos financeiros regulados de possível interesse das fundações fechadas de previdência privada: os títulos do agronegócio. In: PAES, JOSÉ E. (Org.). Terceiro Setor e Tributação. 3 ed. Brasília: Fortium, 2009, v. 3, p. 223-241.

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.

PRADO JR, C. História Econômica do Brasil. São Paulo, SP: Brasiliense, 38^a ed, 1990.

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

RESENDE, Gervásio Castro. Política de Preços Mínimos na década de 90: dos velhos aos novos instrumentos. Texto para Discussão nº 740. Rio de Janeiro, RJ: IPEA, julho de 2000.

_____. 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.

RUDGE, Luiz F. e CAVALCANTE, F. Mercado de Capitais. 3ª ed.rev. Belo Horizonte, MG: CNBV, 1996.

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.

SILVA, José Grasiano da. A nova dinâmica da Agricultura Brasileira. Campinas, UNICAMP/IE, 1996.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. Opções: do tradicional ao exótico. 2. ed., São Paulo, Atlas, 1996.

SPA - Secretaria de Política Agrícola/MAPA. Financiamento à agricultura (Custeio – Investimento – Comercialização). Apresentação na 51ª REUNIÃO DA CÂMARA TEMÁTICA DE INSUMOS AGROPECUÁRIOS – CTIA. Brasília: 14 de fev. de 2011. Disponível em: < www.agricultura.gov.br/arq_editor/file/.../App_Crédito_Rural.pdf>. Acesso em: 10 de maio de 2011.

SORJ, Bernard e Wilkinson, John. Processos Sociais e Formas da Produção na Agricultura Brasileira. In. SORJ, Bernard, Org.. Sociedade e Política no Brasil Pós-64. Ed. Brasiliense, 1983.

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.

VEBLEN, T. B. A Teoria da Classe Ociosa: um estudo econômico das instituições. São Paulo: Abril Cultural (Os Economistas), 1983.

VELLUTINI, Roberto da A. S.. Financiamento do Desenvolvimento Agrícola. In Revista de Economia Política, vol. 11, n. 2 (42), abril-junho/1991.

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 Ensaios 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.

ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio. Características qualitativas e avaliação do funcionamento do setor financeiro no Brasil. Ensaios FEE, Porto Alegre, 4(2): 85-112, 1984.

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