

TOP

MERCADO DE
VALORES MOBILIÁRIOS
BRASILEIRO

Comissão de Valores Mobiliários

TOP

PROGRAMA DE TREINAMENTO
DE PROFESSORES

MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS **BRASILEIRO**

Comissão de Valores Mobiliários

MERCADO DE
VALORES MOBILIÁRIOS
BRASILEIRO

3ª edição

Rio de Janeiro
2014

Comissão de Valores Mobiliários

Convidamos os leitores a entrarem em contato conosco para o envio de sugestões e dúvidas sobre este material.

Coordenação de Educação Financeira
Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores
Comissão de Valores Mobiliários
Rua Sete de Setembro 111, 5º andar
CEP 20.050-901 – Rio de Janeiro/RJ
coe@cvm.gov.br
www.investidor.gov.br

3ª edição
Data da última atualização:
04/04/2014

O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários.
3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.
376p. : il.

ISBN 978-85-67896-00-7

1.Mercado de valores mobiliários. 2.Comissão de Valores Mobiliários.

I. Título.

CDD – 332.6322

© 2014 - Comissão de Valores Mobiliários

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19 de fevereiro de 1998.

Este livro é distribuído nos termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil. Qualquer utilização não prevista nesta licença deve ter prévia autorização por escrito da Comissão de Valores Mobiliários.

Comissão de Valores Mobiliários

Presidente

Leonardo Porciúncula Gomes Pereira

Diretores

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Luciana Pires Dias

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Superintendente Geral

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente de Proteção e Orientação aos Investidores

José Alexandre Cavalcanti Vasco

Coordenador de Educação Financeira

Luís Felipe Marques Lobianco

Equipe Técnica

Analistas da Coordenação de Educação Financeira

Júlio César Dahbar

Marcelo Gomes Garcia Lopes

Comitê Consultivo de Educação

Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, ANCORD – Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias, Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC NACIONAL, BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros, Cetip S.A. – Mercados Organizados, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI

Colaboradores

Adriane C. S. de Almeida (IBGC), Alexandre Fischer (ABRASCA), Aloisio Vileth Lemos (APIMEC), Ana Paula Iervolino (IBGC), Ana Paula Marques dos Reis (ABRASCA), André Celestino Tenório de Oliveira (IBGC), Bruna de Caro (Cetip), Carlos Affonso (Cetip), Cássio S. Namur (ABRASCA), Christianne Bariquelli (BM&FBOVESPA), Daniela Norcia (Cetip), Daniela Rede Barreto Amaral (IBGC), Eduardo Werneck Ribeiro de Carvalho (APIMEC), Elizabeth Piovezan Benamor (IBRI), Francisco Dórto (APIMEC), Guilherme Marconi Neto (ANCORD), Gustavo de Souza e Silva (BM&FBOVESPA), Hélio Darwich (APIMEC), Jennifer Almeida (IBRI), José Alberto Netto Filho (BM&FBOVESPA), José Alexandre Vasco (CVM), José David Martins Junior (ANCORD), Júlio César Dahbar (CVM), Leandro Martins (APIMEC), Luis Felipe Marques Lobianco (CVM), Luiz Fernando Dalla Martha (IBGC), Luiz Fernando Rudge, Luiz Roberto Cardoso (IBRI), Marcelo Billi (ANBIMA), Marcelo Gomes Garcia Lopes (CVM), Mariana Botega (Cetip), Patrícia Quadros (BM&FBOVESPA), Ricardo Martins (APIMEC), Rodney Vergili (IBRI), Rodrigo Jorge de Lima (IBGC), Rodrigo Miguel Trentin (IBGC), Tatiana Itikawa (ANBIMA), Thais Pessoa (ANBIMA) e Vinicius Correa e Sá (APIMEC)

Diagramação e Capa

Leticia Brazil

Agradecimento

Agradecemos a todos os colaboradores da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, da Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA, da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, da ANCORD – Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias, da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC NACIONAL, da Cetip S.A. – Mercados Organizados, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI, do Instituto Educacional BM&FBOVESPA, bem como aos professores do 11º Programa TOP de Treinamento de Professores, realizado entre 28 de janeiro e 1º de fevereiro de 2013, que colaboraram com valiosas sugestões para a revisão deste material.

Esta obra é disponibilizada de acordo com os termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil (by-nc-nd)



Tem o direito de:

Compartilhar – reproduzir, distribuir e transmitir o trabalho

De acordo com as seguintes condições:



Atribuição – Tem de fazer a atribuição do trabalho, da maneira estabelecida pelo autor ou licenciante (mas sem sugerir que este o apoia, ou que subscreve o seu uso do trabalho).



NãoComercial – Não pode usar este trabalho para fins comerciais.



Trabalhos Derivados Proibidos – Não pode alterar ou transformar este trabalho, nem criar outros trabalhos baseados nele.

Esta é uma descrição simplificada baseada na licença integral disponível em:
creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/br/legalcode

LIVRO DE DISTRIBUIÇÃO GRATUITA. VEDADA A SUA COMERCIALIZAÇÃO

A versão eletrônica deste livro pode ser obtida gratuitamente em:

www.investidor.gov.br

www.cvm.gov.br

Este livro foi elaborado com finalidade educacional. Sua redação procura apresentar de forma didática os conceitos relacionados aos temas aqui abordados. Os exemplos utilizados e a menção a serviços ou produtos financeiros não significam recomendação de qualquer tipo de investimento.

As normas citadas neste livro estão sujeitas a mudanças. Recomenda-se que o leitor procure sempre as versões mais atualizadas.

As opiniões, conceitos e conclusões existentes nesta publicação e de seus colaboradores não refletem, necessariamente, o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários ou de quaisquer das instituições integrantes do Comitê Consultivo de Educação.

Realização:

**COMITÊ
CONSULTIVO
DE EDUCAÇÃO**



APRESENTAÇÃO

É com grande prazer que apresento o livro sobre mercado de capitais, elaborado pelo Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

A edição deste livro vem em um momento extremamente oportuno, no qual entidades do governo e representantes de diversas entidades privadas, representativas de um amplo espectro de participantes do mercado, discutem alternativas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Na minha visão, a educação deve figurar como um dos principais pilares de qualquer iniciativa que vise o desenvolvimento sustentável e sadio do mercado de capitais. É fundamental que todos os participantes do mercado – reguladores, autorreguladores, bolsas, corretoras, administradores de companhias abertas, auditores, para citar apenas alguns – compreendam adequadamente seus direitos e deveres. Essa compreensão, a meu ver, não pode ser adequadamente construída sem uma visão geral sobre o que é e como se organiza o nosso mercado de capitais.

Este livro foi desenvolvido com o propósito de servir como material de referência para um curso sobre mercado de capitais, com duração de um semestre em uma instituição de ensino superior. A obra também será utilizada no Programa TOP, curso promovido semestralmente e voltado para a atualização de docentes que já lecionam disciplinas sobre o mercado de capitais. O livro cobre diversas matérias afeitas ao mercado de capitais, como, por exemplo, o Sistema Financeiro Nacional, os diferentes valores mobiliários (incluindo capítulos específicos para discutir os fundos de investimento e os derivativos), e as regras aplicáveis às companhias abertas (incluindo uma discussão sobre as melhores práticas de governança corporativa).

O livro vem para se somar a outras importantes iniciativas da CVM que visam oferecer aos participantes do mercado instrumentos de educação. Dentre tais iniciativas, destaco o Portal do Investidor (www.investidor.gov.br), as cartilhas e guias que apresentam ao público investidor, de forma bastante didática, alguns dos principais participantes e produtos do mercado de capitais, e as diversas palestras que tem sido feitas pela CVM.

Este livro foi fruto do trabalho do Comitê Consultivo de Educação da CVM, instituído pela Deliberação CVM 498/06, e que congrega, além da CVM, a Associação

Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, a ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias, a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - APIMEC Nacional, a BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros, Cetip S.A. – Mercados Organizados e o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI, e também contou com a participação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. Gostaria de parabenizar a todos os envolvidos no processo de elaboração desse livro pelo trabalho realizado.

Por fim, acho importante destacar que este livro ficará disponível na Internet e está sendo licenciado em *Creative Commons*, sendo, portanto, autorizada a sua livre impressão, reprodução e utilização, sem necessidade de prévia autorização da CVM, desde que sem caráter comercial. Esperamos assim poder contribuir para a disseminação de conhecimento de mercado de capitais, medida salutar para a existência de um mercado justo e eficiente.

Boa leitura!

LEONARDO P. GOMES PEREIRA

Presidente da Comissão de Valores Mobiliários

INTRODUÇÃO

A ideia da presente publicação foi amadurecida ao longo de sucessivas edições do Programa de Treinamento de Professores (Programa TOP), que é oferecido pelo Comitê Consultivo de Educação da CVM, como referido na Apresentação. Este programa começou em 2006 quando o Comitê foi instituído e, logo em sua primeira reunião, decidiu realizar um curso de atualização para professores universitários em temas relacionados ao mercado de capitais, tendo sido realizada a primeira edição em julho daquele ano. Ao longo dos anos, foram introduzidos ajustes nos conteúdos disseminados, o que levou, finalmente, à consolidação de um conjunto de temas que forma, atualmente, sua estrutura básica.

O desenvolvimento do livro “Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro” segue a estrutura atual do Programa TOP, apresentando conteúdos que abordam, observando o encadeamento lógico da iniciativa, os principais conceitos e informações sobre a estrutura e o funcionamento desse importante Mercado do Sistema Financeiro Nacional.

Evidentemente, o objetivo de apresentar uma visão abrangente de um vasto setor da vida nacional forçosamente em um único livro requer algumas escolhas, não apenas dos temas, mas principalmente do grau de aprofundamento em que cada tópico será explorado. Nesse sentido, os conteúdos de cada capítulo poderão ser estudados de forma mais detalhada com o apoio de outras publicações e materiais especializados. Materiais complementares estão previstos para o futuro, de forma que esta publicação, sem perder seu caráter introdutório, progressivamente incorpore novos assuntos e evolua acompanhando o desenvolvimento do mercado de capitais e os desdobramentos do próprio Programa TOP.

O livro, por essa razão, está estruturado em doze capítulos que dialogam com o conteúdo do Programa TOP. No capítulo inicial é apresentada uma visão mais ampla da intermediação financeira e do papel dos mercados financeiros, seguida da estrutura do Sistema Financeiro Nacional. São realizadas breves referências a essas instituições, antecedendo uma exposição mais detalhada da Comissão de Valores Mobiliários. Essa introdução é complementada pelo capítulo seguinte, em que são tratados os valores mobiliários segundo a Lei nº 6.385/76, diploma legal que instituiu a CVM e disciplinou esse mercado, sendo também apresentadas informações sobre outros tipos de investimento.

O Capítulo 3 é dedicado aos fundos de investimento, apresentando os principais conceitos e características para, em seguida, detalhar as diferentes classes de fundos. Algumas informações de interesse do investidor, apesar de não serem matérias de competência da CVM, foram incluídas pela sua evidente utilidade, como orientações sobre assuntos tributários.

Os quatro capítulos seguintes exploram, em bloco, com bastante afinidade temática, uma introdução às companhias abertas, seguida de um detalhamento de temas específicos relacionados.

O Capítulo 4 trata das sociedades por ações que tenham valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação em mercado. Para abordar tema tão amplo, que poderia abranger diversos volumes de um livro, foram feitas algumas escolhas, de modo a apresentar as principais estruturas e conceitos. Priorizou-se, assim, uma abordagem dos direitos dos acionistas, da disciplina da divulgação de informações, da administração da companhia, das assembleias e, além disso, uma breve nota sobre governança corporativa.

Como mencionado, os três capítulos seguintes tratam de temas bastante relacionados, ainda que não exclusivamente, à vida das companhias abertas. Os Capítulos 5 e 6 tratam de governança corporativa e das relações com investidores, enquanto o Capítulo 7 explora as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, tratando inclusive da abertura de capital, e as ofertas destinadas à aquisição de ações (OPA), detalhando as principais hipóteses de ocorrência.

O livro é encerrado em um bloco de 5 capítulos que tratam, os três primeiros, da bolsa de valores, do mercado de balcão organizado e do funcionamento do mercado, em que são detalhados os participantes e os próprios sistemas e instrumentos que permitem a negociação de valores mobiliários no mercado. O Capítulo 11 aborda os mercados derivativos, de extrema importância atual pelo papel que desempenham na administração de riscos dos participantes e para desenvolvimento de estratégias mais sofisticadas de investimento. Finalmente, o Capítulo 12 discorre, de forma sucinta, sobre técnicas de análise de investimentos, apresentando uma introdução aos principais modelos utilizados, oferecendo um guia que pode ser útil para orientar o aprofundamento da temática em publicações especializadas.

Pela própria dinâmica do mercado de capitais, o desafio do Comitê Consultivo de Educação da CVM é manter o livro atualizado e, para alcançar este objetivo, conta-

mos com a participação dos leitores para o envio de comentários e sugestões, que poderão ser encaminhados através do Portal do Investidor (www.investidor.gov.br).

Esperamos que o livro possa colaborar com as discussões e os estudos sobre o mercado de capitais entre professores universitários e alunos, bem como contribuir para disseminar o conhecimento sobre o Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro para o público em geral.

SUMÁRIO

1. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

1.1. Mercado Financeiro	28
1.1.1. Intermediação Financeira e Mercados Financeiros	28
1.1.2. O Mercado de Capitais	33
1.1.3. Estrutura do Sistema Financeiro Nacional	37
1.2 Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional	53
1.3. Comissão de Valores Mobiliários	56
1.3.1. História do mercado de capitais	56
1.3.2. Estrutura	59
1.3.3. As principais atribuições e competências da CVM	60
1.3.4. A ação fiscalizadora e os poderes da CVM	61
1.3.5. Direito de ampla defesa	62
1.3.6. Normatização e Audiência Pública	63
1.3.7. Regulação x Autorregulação	63
1.3.8. Participação em organismos internacionais	66

2. VALORES MOBILIÁRIOS

2.1. Títulos Emitidos por Companhias	72
2.1.1. Ações	72
2.1.2. Debêntures	74
2.1.3. Bônus de Subscrição	78
2.1.4. Notas Promissórias	78
2.1.5. Letra Financeira	79
2.2. Fundos de Investimento	80
2.3. Clubes de Investimento	80
2.4. Brazilian Depositary Receipts	82
2.5. Certificado de Recebíveis Imobiliários	85

2.6. Certificados de Potencial Adicional de Construção	86
2.7. Contratos de Investimento Coletivos	88
2.8. Outros Investimentos	89
2.8.1. Poupança	89
2.8.2. CDB	89
2.8.3. Letra de Crédito Imobiliário e Letra Hipotecária	90
2.8.4. Títulos Públicos	90

3. FUNDOS DE INVESTIMENTO

3.1. Vantagens e Desvantagens	93
3.2. Fundos Abertos, Fechados e Exclusivos	95
3.3. Negociação em Bolsa de Valores	96
3.4. Tipos de Fundos	97
3.4.1. Fundos de Curto Prazo	97
3.4.2. Fundos Referenciados	97
3.4.3. Fundos de Renda Fixa	98
3.4.4. Fundos de Ações	98
3.4.5. Fundos Cambiais	98
3.4.6. Fundos de Dívida Externa	98
3.4.7. Fundos Multimercado	99
3.4.8. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	99
3.4.9. Fundo de Investimento Imobiliário (FII)	100
3.4.10. Fundo de Índices (ETF)	102
3.4.11. Fundo de Investimento em Participações (FIP)	103
3.4.12. Outros Fundos de Investimento	104
3.4.13. Fundos de Investimento em Cotas (FIC)	105
3.5. Administrador e Gestor	106
3.6. Assembleia de Cotistas	108
3.7. Divulgação de Informações	110

3.7.1. Regulamento	110
3.7.2. Prospecto	110
3.7.3. Lâmina de Informações Essenciais	111
3.7.4. Informações Periódicas	112
3.8. Riscos	113
3.9. Custos e Taxas	115
3.10. Tributação	116
3.11. Classificação dos Fundos	118
3.11.1. Classes de Fundos CVM	118
3.11.2. Classificação Anbima de Fundos	119

4. COMPANHIAS

4.1. As Sociedades por Ações	122
4.2. O Acionista e seus direitos	124
4.2.1. Participação nos Resultados	124
4.2.2. Os Lucros e Dividendos	124
4.2.3. Ações Preferenciais e Distribuição de Dividendos	126
4.2.4. O Direito de Preferência para a Subscrição de Ações	128
4.2.5. Bonificações	129
4.2.6. Direito de Voto	130
4.2.7. Direito de Convocar Assembleias	132
4.2.8. O Direito de Requerer o Adiamento de Assembleias	133
4.3. Divulgação de Informações	134
4.3.1. Convergência Internacional de Normas	135
4.3.2. Demonstrações Financeiras	138
4.3.3. Formulário de Referência	138
4.3.4. Informações trimestrais	139
4.3.5. Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)	139
4.3.6. Atos ou fatos relevantes	140
4.3.7. Informações Voluntárias	142

4.4. Governança Corporativa	142
4.5. Assembleias	143
4.5.1. Assembleia Eletrônica	144
4.6. Estrutura de Administração	145
4.6.1. O acionista controlador	145
4.6.2. Conselho Fiscal	147
4.6.3. Conselho de Administração	149
4.7. Reorganizações Societárias	152

5. GOVERNANÇA CORPORATIVA

5.1. A necessidade de Boas Práticas de Governança	156
5.2. Institucionalização da Governança	158
5.3. Origens do tema Governança Corporativa	159
5.4. Desenvolvimento da Governança no Brasil	162
5.5. A relação entre Acionistas e Administradores	164
5.6. Princípios de Governança Corporativa	167
5.6.1. Transparência	168
5.6.2. Equidade	168
5.6.3. Prestação de Contas (Accountability)	168
5.6.4. Responsabilidade Corporativa	168
5.7. O Sistema de Governança Corporativa	169
5.8. O Conselho de Administração	171
5.8.1. Gestão de Riscos	171
5.8.2. Estratégia	172
5.8.3. Gestão de pessoas	173
5.8.4. Estrutura de capital	173
5.9. Governança, stakeholders e sustentabilidade	174
5.10. Sustentabilidade Empresarial	175

5.11. Linha do Tempo **178**

6. RELAÇÕES COM INVESTIDORES

6.1. A Atividade de Relações com Investidores **183**

6.1.1. O papel dentro da companhia 184

6.1.2. Disseminação da cultura de capital aberto 186

6.1.3. O Porta-voz da Companhia 189

6.1.4. Administração de Crises 191

6.2. O Público da Companhia **192**

6.2.1. *Buy Side* 192

6.2.2. *Sell Side* 193

6.2.3. Investidores Institucionais 194

6.2.4. Investidores Pessoas Físicas 195

6.2.5. Relacionamento Internacional 197

6.3. A Estratégia de Comunicação **199**

6.3.1. Reuniões Públicas 200

6.3.2. Reuniões Individuais 202

6.3.3. Teleconferências 203

6.3.4. A Internet como ferramenta de divulgação 204

6.4. Os Princípios Éticos **205**

6.4.1. Transparência 206

6.4.2. Equidade 206

6.4.3. Franqueza e Independência 207

6.4.4. Integridade e Responsabilidade 207

7. OFERTA PÚBLICA

7.1. Motivação e Objetivos **211**

7.1.1. Acesso a Capital 211

7.1.2. Liquidez Patrimonial 212

7.1.3. Imagem Institucional 213

7.1.4. Reestruturação de passivos 214

7.2. A Caracterização da Oferta Pública	214
7.3. Tipos de Oferta	217
7.3.1. Oferta Primária e Oferta Secundária	217
7.3.2. Oferta Inicial e Oferta Subsequente	218
7.4. Prospecto	218
7.5. Modelos de Precificação	219
7.6. Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	220
7.6.1. OPA para Aquisição de Controle	222
7.6.2. OPA para Cancelamento de Registro	222
7.6.3. OPA por Aumento de Participação	225
7.6.4. OPA por Alienação de Controle (<i>Tag Along</i>)	226

8. BOLSA DE VALORES

8.1. A BM&FBOVESPA	234
8.1.1. Histórico	234
8.1.2. Situação atual	236
8.1.3. Empresas do grupo	237
8.2. Ativos negociados	239
8.2.1. Segmento Bovespa	239
8.2.2. Segmento BM&F	242
8.2.3. Câmbio	243
8.3. Funcionamento da Bolsa de Valores	243
8.3.1. As etapas da negociação	243
8.3.2. Sistemas de negociação da BM&FBOVESPA	244
8.3.3. Formas de acesso à BM&FBOVESPA	245
8.3.4. Compensação e Liquidação	248
8.4. Central Depositária	249
8.5. Segmentos de listagem	251
8.5.1. Novo Mercado	252

8.5.2. Níveis 1 e 2	253
8.5.3. Bovespa Mais	254
8.5.4. Comparativo dos Segmentos de Listagem	255
8.6. Os Índices	256
8.6.1. O Ibovespa	257

9. MERCADO DE BALCÃO ORGANIZADO

9.1. Administradores de Mercados de Balcão Organizado	266
9.2. A Cetip	267
9.3. Procedimentos	269
9.3.1. Registro	270
9.3.2. Depositária	270
9.3.3. Negociação	270
9.3.4. Liquidação	272
9.3.5. Gestão de Risco	272
9.4. Instrumentos registrados na Cetip	272
9.4.1. Captação Bancária	273
9.4.2. Títulos Agrícolas	274
9.4.3. Títulos de Crédito	276
9.4.4. Títulos Imobiliários	277
9.4.5. Contratos de derivativos de balcão	278
9.4.6. Outros instrumentos registrados	279

10. FUNCIONAMENTO DO MERCADO

10.1. Participantes do Mercado	282
10.1.1. Corretoras e Distribuidoras	282
10.1.2. Agentes Autônomos de Investimento	283
10.1.3. Administrador de Carteira	284
10.1.4. Analista de Valores Mobiliários	286
10.1.5. Consultor de Valores Mobiliários	287

10.2. Sistemas para Negociação	288
10.2.1. <i>Home Broker</i>	288
10.2.2. Mesa de Operações	289
10.2.3. Registro das Operações	289
10.3. Tipos de Ordens	290
10.4. Pregão	292
10.5. After Market	292
10.6. Leilões	293
10.7. Suspensão de Negociações (<i>Circuit Breaker</i>)	294
10.8. Formador de Mercado	295
10.9. Taxas e Custo das Operações	297
10.10. Avisos e Comunicação com o Investidor	298
10.11. Empréstimo de Ações	299
10.12. Processo de Recompra de Ativos	301
10.13. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos	302
10.14. Investidor não Residente	304
10.14.1. Representante Legal	304
10.14.2. Custodiante	305

11. MERCADOS DE DERIVATIVOS

11.1. Conceitos Básicos	308
11.2. Finalidades	308
11.2.1. <i>Hedge</i>	309
11.2.2. Arbitragem	309
11.2.3. Especulação	310
11.3. Tipos de Mercados de Derivativos	311
11.3.1. Mercado a termo	311
11.3.2. Mercado futuro	311

11.3.3. Mercado de opções	312
11.3.4. Mercado de <i>swap</i>	312
11.4. Derivativos não Padronizados e Padronizados	313
11.5. Classificação dos Derivativos	315
11.6. Funcionamento do Mercado	316
11.6.1. Abertura de Posição	316
11.6.2. Liquidação de Operações	317
11.7. Benefícios na Utilização de Derivativos	319
11.8. Mercado a termo	321
11.9. Mercado futuro	326
11.9.1. Ajuste Diário	328
11.9.2. Liquidação por Inadimplência	330
11.9.3. Margem de Garantia	330
11.9.4. O Papel das Câmaras de Compensação	333
11.10. Mercado de opções	334
11.10.1. Tipos de Opções	334
11.10.2. Classificações	335
11.10.3. Titulares e Lançadores	336
11.11. Swap	340
11.11.1. Tipos De <i>Swap</i>	342
11.12. Comparativo entre os Mercados de Derivativos	344

12. ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

12.1. Análise Fundamentalista	348
12.1.1. Objetivos da Análise Fundamentalista	349
12.1.2. Principais Conceitos de Valor	350
12.1.3. Métodos de Análise Fundamentalista	351
12.1.4. Análise de Informações Contábeis	353
12.1.5. Modelos de Projeção de Valor Potencial	358

12.1.6. Os Desafios da sustentabilidade	360
12.2. Análise Técnica	362
12.2.1. Teoria de Dow	363
12.2.2. Teoria de Elliot	364
12.2.3. Tipos de Gráficos	365
12.2.4. Figuras	366
12.2.5. Indicadores Técnicos	368



1 SISTEMA FINANCEIRO
NACIONAL

1. Sistema Financeiro Nacional

1.1. Mercado Financeiro

1.1.1. Intermediação Financeira e Mercados Financeiros

O sistema financeiro é parte integrante e importante de qualquer sociedade econômica moderna. Portanto, é fundamental introduzir algumas noções básicas sobre o funcionamento da economia, antes de tratar especificamente do sistema financeiro, para que se compreenda melhor as funções e o funcionamento dos mercados.

A ciência econômica, pode-se dizer, preocupa-se com o estudo da alocação de recursos da economia. Esse assunto torna-se relevante devido à constatação de que os indivíduos têm necessidades e desejos ilimitados, enquanto os recursos disponíveis para atendê-los são escassos. De fato, se pensarmos nas economias modernas, os desejos de consumo das famílias estão em geral acima de sua capacidade econômica. Quando pensamos em países, é fácil perceber essa noção de escassez dos recursos. Afinal, o número de pessoas disponíveis para trabalhar e os recursos naturais, financeiros e tecnológicos existentes são limitados.

O importante aqui é destacar que as decisões dos agentes econômicos (famílias, empresas e governo) que compõem esse sistema econômico moderno, embora individuais, estão interligadas e impactam o todo. De um lado, as famílias oferecem os insumos necessários para a produção das empresas, como o trabalho, o capital e os imóveis, em troca dos rendimentos do salário, juros, lucros e aluguéis, o que em conjunto formam a renda dessas famílias. Com essa renda, as famílias adquirem os produtos e serviços ofertados pelas empresas. O governo, por sua vez, recolhe impostos e taxas dessas famílias e empresas, e devolve para a sociedade em forma de projetos sociais ou serviços básicos não ofertados pelas empresas. Esse fluxo está representado na figura 1.

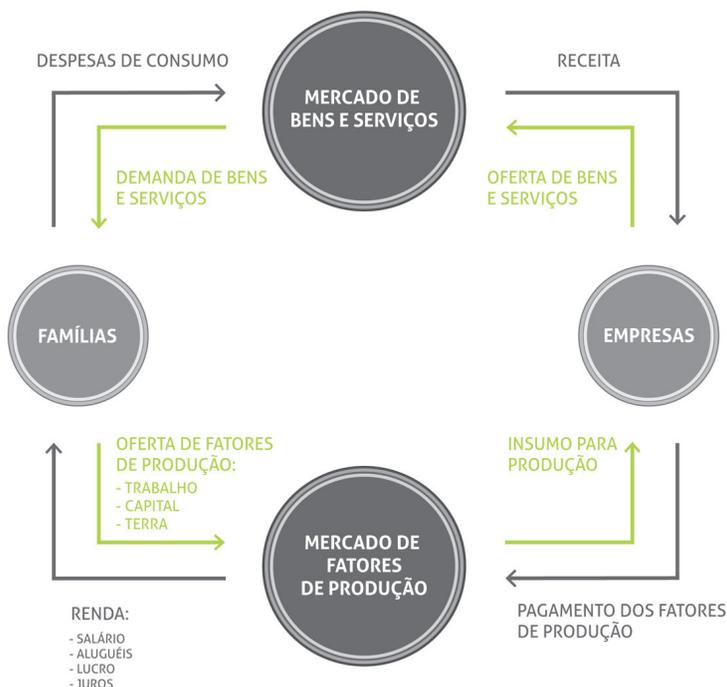


Figura 1

Entre essas decisões econômicas, uma é de especial importância para a compreensão do sistema financeiro e diz respeito ao consumo, poupança e investimento. Determinada família pode decidir consumir menos que sua renda atual, seja para a sua segurança financeira, para a aposentadoria ou para a compra futura de bens, formando, assim, poupança. Por outro lado, pode haver famílias que decidam consumir mais do que sua renda em determinado momento, e, portanto, demandam recursos, motivadas pelo aparecimento de situações inesperadas, ou mesmo por precisar investir em mais educação, na expectativa de retorno futuro. As empresas, para realizar sua produção, precisam investir em máquinas e equipamentos, treinamentos e novas tecnologias. Para isso, precisam de dinheiro, que pode vir, por exemplo, da poupança das famílias. O governo, por sua vez, pode, em determinado momento, ter gastos maiores que as suas despesas, tomando recursos no mercado, e em outros momentos, gastar menos e contribuir para a formação de poupança.

Quando os agentes econômicos formam poupança, ou seja, consomem menos do que ganham, são chamados de agentes superavitários. Quando, por outro lado, consomem mais que sua renda e precisam recorrer à poupança de terceiros, são conhecidos como agentes deficitários.

No entanto, para que um agente deficitário possa utilizar os recursos disponíveis dos agentes superavitários para realizar suas decisões de consumo ou investimento, é preciso que esse fluxo de recursos entre eles seja viabilizado. Isso porque, na maioria dos casos, as necessidades de poupança e empréstimo individuais diferem em alguns aspectos, como por exemplo, valor e prazo. Uma família pode querer aplicar R\$ 10.000,00 por um ano, enquanto outra queira apenas R\$ 5.000,00 por seis meses, ou uma empresa demande R\$ 1.000.000,00 em investimentos para pagar em cinco anos. Se cada poupador tivesse que encontrar um tomador de recursos com as mesmas necessidades de volume e prazo, para a realização de um empréstimo, seria muito difícil a efetivação dos negócios.

Foi para suprir essa demanda do mercado que surgiram e desenvolveram-se instituições especializadas em intermediar essas operações. Inicialmente, sua função básica era pegar emprestado daqueles que poupam, pagando uma remuneração representada pelos juros, e emprestar para os demais, naturalmente a uma taxa mais alta, ganhando com a diferença. Essas instituições concentram a poupança e a distribuem aos tomadores de recursos, atendendo, ao mesmo tempo, as necessidades de volume financeiro e prazo de cada um. Com o passar do tempo, essas instituições foram se especializando e oferecendo outros serviços, como veremos adiante. Da mesma forma desenvolveram-se novos instrumentos, sistemas e produtos para organizar, controlar e desenvolver esse mercado. Chamamos este sistema, como um todo, de Sistema Financeiro.

Sistema Financeiro: conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores na economia.

Assim, podemos conceituar o Sistema Financeiro como o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia. Não é difícil perceber a importância desse sistema para o adequado funcionamento e crescimento econômico de uma nação. Se, por exemplo, determinada empresa, que necessita de recursos para a realização de investimentos para a produção, não conseguir captá-los de forma eficiente, provavelmente ela não realizará o investimento, deixando de empregar e gerar renda. Com o papel desempenhado pelas instituições financeiras, esse problema se reduz.

É importante compreender, porém, que o modelo tradicional de intermediação financeira não foi capaz de suprir todas as demandas existentes no mercado. Esse processo foi sendo aprimorado ao longo da história. Desenvolveram-se novos ativos financeiros e características operacionais específicas para cada tipo de demanda. Essas características podem diferir em razão do prazo, tipo de instrumento utilizado para formalizar a operação, assunção de riscos, entre outros aspectos que delimitam o que se convencionou chamar de mercados financeiros.

Atualmente, essa diferente classificação ajuda a compreender um pouco mais cada um desses mercados, suas peculiaridades, riscos e vantagens. De forma geral, como se pode observar na figura 2, o sistema financeiro segmentou-se em quatro grandes mercados: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de câmbio e mercado de capitais.



Figura 2

O foco de discussão principal deste livro é o mercado de capitais e abordará em cada um dos capítulos, diferentes assuntos relacionados. A seguir, abordaremos apenas de forma resumida a respeito do mercado monetário, de câmbio e de cré-

dito. Em seguida será feita uma apresentação do mercado de capitais.

Mercado monetário

As transferências de recursos a curtíssimo prazo, em geral com prazo de um dia, como aquelas realizadas entre as próprias instituições financeiras ou entre elas e o Banco Central, são realizadas no chamado mercado monetário. Trata-se de um mercado utilizado basicamente para controle da liquidez da economia, no qual o Banco Central intervém para condução da Política Monetária. Resumidamente, se o volume de dinheiro estiver maior do que o desejado pela política governamental, o Banco Central intervém vendendo títulos e retirando moeda do mercado, reduzindo, assim, liquidez da economia. Ao contrário, caso observe que a quantidade de recursos está inferior à desejada, o Banco Central intervém comprando títulos e injetando moeda no mercado, restaurando a liquidez desejada.

Mercado de câmbio

É o mercado em que são negociadas as trocas de moedas estrangeiras por moeda nacional. Participam desse mercado todos os agentes econômicos que realizam transações com o exterior, ou seja, têm recebimentos ou pagamentos a realizar em moeda estrangeira. Esse mercado é regulado e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil, que dele também participa para execução de sua Política Cambial.

Mercado de crédito

É o segmento do mercado financeiro em que as instituições financeiras captam recursos dos agentes superavitários e os emprestam às famílias ou empresas, sendo remuneradas pela diferença entre seu custo de captação e o que cobram dos tomadores. Essa diferença é conhecida como *spread*. Assim, as instituições financeiras nesse mercado têm como atividade principal a intermediação financeira propriamente dita.

Em geral, são operações de curto e médio prazo, destinadas ao consumo ou capital de giro das empresas. As operações são usualmente formalizadas por contratos, como por exemplo, cheque especial, conta garantida e crédito direto ao consumidor, e as instituições financeiras assumem o risco de crédito da operação. São exemplos de instituições participantes desse mercado os bancos comerciais e as sociedades de crédito, financiamento e investimento, conhecidas como financeiras. O Banco Central do Brasil é o principal órgão responsável pelo controle, normatização e fiscalização deste mercado.

O mercado de crédito é fundamental para o bom funcionamento da economia, na

medida em que as instituições financeiras assumem dois papéis decisivos. De um lado, atuam como centralizadoras de riscos, reduzindo a exposição dos aplicadores a perdas e otimizando as análises de crédito. De outro, elas funcionam como um elo entre milhões de agentes com expectativas muito distintas em relação a prazos e volumes de recursos. Quando o sistema inexistente ou existe de forma ineficiente, muitas das necessidades de aplicações e empréstimos de recursos ficariam represadas, ou seja, não circulariam no mercado, o que inevitavelmente causaria uma freada brusca na economia.

Entretanto, em alguns casos, o mercado de crédito é insuficiente para suprir as necessidades de financiamento dos agentes. Isso pode ocorrer, por exemplo, quando determinada empresa necessita de um volume de recursos muito superior ao que uma instituição poderia, sozinha, emprestar. Além disso, pode acontecer de os custos dos empréstimos no mercado de crédito, em virtude dos riscos assumidos pelas instituições nas operações, serem demasiadamente altos, de forma a inviabilizar os investimentos pretendidos. Isso ocorre, em geral, nos investimentos produtivos de duração mais longa, de valores mais altos e, que, portanto, envolvem riscos maiores. Porém, esse tipo de investimento é fundamental para o crescimento econômico. Desenvolveu-se, assim o Mercado de Capitais, ou Mercado de Valores Mobiliários.

1.1.2. O Mercado de Capitais

O que se pretende quando se estuda o mercado financeiro é compreender as principais características das operações nele realizadas. São assuntos de interesse, entre outros, conhecer os agentes econômicos envolvidos nas operações, os intermediários, os ativos e produtos financeiros que estão sendo negociados, os meios utilizados para a captação dos recursos, a finalidade da aplicação desses recursos, o prazo da operação, a formalização, entre outros aspectos.

O estudo dessas características é que permite que os mercados financeiros sejam classificados em diferentes segmentos, embora possa haver diferentes classificações, dependendo da natureza do que se está estudando. É possível, por exemplo, classificar os mercados financeiros quanto ao prazo da operação, quanto aos ativos e produtos financeiros utilizados ou quanto à finalidade da aplicação.

Daí surgem os desafios dessa classificação. O mercado monetário e o mercado de câmbio são muito bem delimitados e dificilmente geram alguma confusão. Porém, dependendo das características consideradas, pode haver dúvida em relação ao mercado de crédito e o mercado de capitais. Por exemplo: se determinada empresa

contrata um empréstimo em uma instituição financeira, para pagamento em longo prazo, com o objetivo de instalar uma nova planta industrial, a operação ocorre no mercado de crédito ou de capitais? O que se pretende mostrar é que os conceitos utilizados neste livro consideram essa operação como do mercado de crédito.

Como se pode observar, a característica marcante nesse exemplo não foi o prazo da operação e nem a finalidade do investimento, mas tão somente as características da intermediação financeira propriamente dita, o que envolve o tipo de ativo utilizado, a maneira utilizada para a captação dos recursos, e em alguns casos até mesmo o tipo de intermediário. É sob essa perspectiva que o mercado de capitais será apresentado. Portanto, inicialmente serão apresentadas as principais características desse mercado, destacando exemplos e diferenças, especialmente em relação ao mercado de crédito, para que, ao final, se possa chegar a algum conceito que melhor o defina. É o que será feito nos próximos parágrafos.

No mercado de crédito, as instituições financeiras captam recursos dos poupadores e os emprestam aos tomadores, assumindo os riscos da operação. São remuneradas por uma diferença entre as taxas de captação e de aplicação desses recursos. No mercado de capitais, por outro lado, os agentes superavitários emprestam seus recursos diretamente aos agentes deficitários. Porém, as operações ocorrem sempre com a intermediação de uma instituição financeira. No entanto, nesse mercado, essas instituições atuam principalmente como prestadoras de serviços, estruturando as operações, assessorando na formação de preços, oferecendo liquidez, captando clientes, distribuindo os valores mobiliários no mercado, entre outros trabalhos. São remuneradas pelo serviço prestado. Os diagramas das figuras 3 e 4 ilustram essas duas formas de atuação das instituições financeiras nos mercados de crédito e de capitais.



Figura 3 – Mercado de Crédito



Figura 4 – Mercado de Capitais

Na relação que se estabelece no mercado de capitais, os investidores, ao emprestarem seus recursos diretamente para as empresas, adquirem títulos, que representam as condições estabelecidas no negócio, chamados de valores mobiliários. Podem ser títulos de dívida, em que se estabelece uma relação de crédito entre as partes tomadora e poupadora, como é o caso das debêntures, ou podem ser títulos patrimoniais, ou de capital, em que os investidores se tornam sócios do negócio, com todos os direitos e deveres inerentes, como é o caso das ações. Os investidores podem adquirir esses valores mobiliários diretamente, ou indiretamente por meio de estruturas de investimento coletivo, como os fundos ou clubes de investimento. Valores mobiliários, fundos de investimento e companhias são assuntos que serão abordados em capítulos específicos deste livro.

As instituições financeiras que atuam como prestadoras de serviços não assumem a responsabilidade pelo cumprimento das obrigações estabelecidas e formalizadas entre os

emissores dos títulos e os investidores. Assim, a responsabilidade pelo pagamento dos juros e do principal de uma debênture, por exemplo, é da emissora, e não da instituição financeira que a tenha assessorado ou participado do processo de colocação dos títulos no mercado. São participantes desse mercado, entre outros, os Bancos de Investimento, as Corretoras e Distribuidoras de títulos e Valores Mobiliários, as entidades administradoras de mercado de bolsa e balcão, além de diversos outros prestadores de serviços.

Em síntese, uma empresa que esteja diante da necessidade de novos investimentos possui três possíveis fontes para captação de recursos. A escolha de uma das alternativas é uma decisão financeira e estratégica da empresa, que deverá avaliar os custos e benefícios de cada opção:

- ✓ Utilização de recursos próprios, como os lucros acumulados pela companhia.
- ✓ Contratação de financiamento bancário, através das linhas de crédito tradicionais ou linhas de financiamento governamentais, como o BNDES.
- ✓ Utilização do mercado de capitais, por meio de emissão pública de títulos diretamente aos investidores.

Do ponto de vista dos investidores, o mercado de capitais surge como alternativa às aplicações tradicionais em produtos oferecidos pelos bancos ou pelo governo. É nesse mercado que os poupadores têm a oportunidade de participar de empreendimentos que consideram interessantes, desde que dispostos a assumir os riscos daí decorrentes. Espera-se, em especial nos títulos patrimoniais, uma rentabilidade superior aos investimentos tradicionais, embora com risco também superior. Isso porque, diferente do mercado de crédito, em que o risco das operações é centralizado nos bancos, no mercado de capitais o risco da operação em que os recursos são aplicados é assumido pelos próprios investidores.

Conceitua-se o mercado de capitais, portanto, como o segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, através da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos.

O mercado de capitais tem uma grande importância no desenvolvimento do país, pois estimula a poupança e o investimento produtivo, o que é essencial para o crescimento de qualquer sociedade econômica moderna.

1.1.3. Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

Até o momento, o sistema financeiro foi estudado considerando a sua função principal de alocação de recursos na economia, com foco nos diversos segmentos que o compõem. Nessa parte, o Sistema Financeiro será analisado sob outro ângulo, considerando a estrutura do Sistema Financeiro Nacional, em que o estudo se direciona para as instituições que o compõem. O Banco Central do Brasil propõe, conforme tabela a seguir, uma subdivisão do sistema financeiro nacional em três níveis: órgãos normativos; entidades supervisoras e operadores.

ÓRGÃOS NORMATIVOS	ENTIDADES SUPERVISORAS	OPERADORES	
CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN)	Banco Central do Brasil (BACEN)	Instituições Financeiras Captadoras de Depósitos à vista Demais Instituições Financeiras	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros
	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Bolsas de Mercadorias e Futuros Bolsas de Valores	
CONSELHO NACIONAL DE SEGUROS PRIVADOS (CNSP)	Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)	Resseguradores Sociedades Seguradoras Sociedades de Capitalização Entidades Abertas de Previdência Complementar	
CONSELHO NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (CNPC)	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)	

Os órgãos normativos são os responsáveis pela definição das políticas e diretrizes gerais do sistema financeiro, sem funções executivas. São entidades governamentais colegiadas, criadas por lei, com atribuições específicas. Em geral, apoiam-se em estruturas técnicas de apoio para a tomada das decisões, que são regulamentadas e fiscalizadas pelas entidades supervisoras. Atualmente, no Brasil, funcionam como órgãos normativos:

- ✓ **Conselho Monetário Nacional (CMN)** - órgão superior do sistema financeiro nacional;
- ✓ **Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)** - responsável pelas diretrizes dos segmentos de seguros, capitalização e previdência complementar aberta;
- ✓ **Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)** - para definição das políticas dos fundos de previdência complementar fechados (fundos de pensão).

As entidades supervisoras assumem diversas funções executivas, como a fiscalização das instituições sob sua responsabilidade, assim como funções normativas, com o intuito de regulamentar dispositivos legais ou normas editadas pelos órgãos normativos. As entidades supervisoras do Sistema Financeiro Nacional são:

- ✓ Banco Central do Brasil (BCB ou BACEN);
- ✓ Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- ✓ Superintendência de Seguros Privados (SUSEP);
- ✓ Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC);

Os operadores, por outro lado, incluem as demais instituições, públicas ou privadas, envolvidas diretamente, ou como instituições auxiliares, nas atividades de captação, intermediação e aplicação de recursos no sistema financeiro nacional. É comum, didaticamente, subdividi-los em instituições financeiras monetárias, órgãos oficiais, demais instituições financeiras, outros intermediários financeiros, instituições auxiliares e instituições dos segmentos de seguro e previdência.

A seguir serão apresentadas as principais características das principais instituições componentes do sistema financeiro nacional.

Órgãos Normativos

Conselho Monetário Nacional (CMN)

É o órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional. Foi criado pela Lei 4595/64, conhecida como a Lei da Reforma Bancária, em substituição à extinta Superintendência da Moeda e do crédito, em uma década em que o sistema financeiro passou por profundas mudanças estruturais e regulamentares.

O CMN foi criado com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito, para promover o progresso econômico e social do país. A política do CMN tem como principais objetivos:

- ✓ adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia;
- ✓ regular o valor interno e externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos;
- ✓ orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras;
- ✓ propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros;
- ✓ zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;
- ✓ coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária e da dívida pública interna e externa.

Atualmente, o CMN é composto por três membros: Ministro da Fazenda (Presidente), Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e Presidente do Banco Central.

Em conjunto com o CMN funciona a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (Comoc), que tem como atribuições o assessoramento técnico na formulação da política da moeda e do crédito do País. As matérias aprovadas são regulamentadas por meio de Resoluções, normativos de caráter público, sempre divulgadas no Diário Oficial da União e na página de normativos do Banco Central do Brasil. Também funcionam junto ao CMN diversas comissões consultivas que representam os principais setores do mercado.

Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)

É o órgão normativo do setor de seguros do país. Inicialmente, sua principal função era determinar as normas gerais da política governamental para os segmentos de Seguros Privados e Capitalização. Posteriormente, o CNSP recebeu também atribuições relacionadas à previdência privada aberta.

Desde a edição da Lei 10.190/01, o CNSP é composto por seis membros: Ministro de Estado da Fazenda ou seu representante (Presidente), Superintendente da SUSEP (Vice-Presidente) e representantes do Ministério da Justiça, Banco Central do Brasil, Ministério da Previdência e Assistência Social e da Comissão de Valores Mobiliários.

O CNSP desempenha, entre outras, as seguintes atribuições:

- ✓ Fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados;
- ✓ Regular a constituição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades subordinadas ao Sistema Nacional de Seguros Privados, bem como a aplicação das penalidades previstas;
- ✓ Fixar as características gerais dos contratos de seguros, previdência privada aberta e capitalização;
- ✓ Estabelecer as diretrizes gerais das operações de resseguro;
- ✓ Prescrever os critérios de constituição das Sociedades Seguradoras, de Previdência Privada Aberta e de Capitalização, com fixação dos limites legais e técnicos das respectivas operações;
- ✓ Disciplinar a corretagem do mercado e a profissão de corretor.

Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)

O CNPC tem a função de regular o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão).

O CNPC é composto pelo Ministro de Estado da Previdência Social, que é o Presidente, e por representantes da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), da Casa Civil da Presidência da República, dos Ministérios da Fazenda e do Planeja-

mento, Orçamento e Gestão, das entidades fechadas de previdência complementar, dos patrocinadores e instituidores de planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar e dos participantes e assistidos de planos de benefícios das referidas entidades.

Entidades Supervisoras

Banco Central do Brasil (BCB)

O Banco Central do Brasil foi criado em 1964 com a promulgação da Lei da Reforma Bancária (Lei nº 4.595 de 31.12.64), mesma Lei que instituiu o Conselho Monetário Nacional.

É uma autarquia federal que tem como principal missão institucional assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda nacional e um sistema financeiro sólido e eficiente.

Entre as competências do BCB destacam-se:

- ✓ Assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda nacional e a solidez do Sistema Financeiro Nacional;
- ✓ Executar a política monetária mediante utilização de títulos do Tesouro Nacional;
- ✓ Fixar a taxa de referência para as operações compromissadas de um dia, conhecida como taxa SELIC;
- ✓ Controlar as operações de crédito das instituições que compõem o Sistema Financeiro Nacional;
- ✓ Formular, executar e acompanhar a política cambial e de relações financeiras com o exterior;
- ✓ Fiscalizar as instituições financeiras e as clearings (câmaras de compensação);
- ✓ Emitir papel-moeda (a partir da Constituição de 1988, a emissão de moeda ficou a cargo exclusivo do BCB);
- ✓ Executar os serviços do meio circulante para atender à demanda de

dinheiro necessária às atividades econômicas;

- ✓ Manter o nível de preços (inflação) sob controle;
- ✓ Manter sob controle a expansão da moeda e do crédito e a taxa de juros;
- ✓ Operar no mercado aberto, de recolhimento compulsório e de redesconto;
- ✓ Executar o sistema de metas para a inflação;
- ✓ Divulgar as decisões do Conselho Monetário Nacional;
- ✓ Manter ativos de ouro e de moedas estrangeiras para atuação nos mercados de câmbio;
- ✓ Administrar as reservas internacionais brasileiras;
- ✓ Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras nacionais;
- ✓ Conceder autorização para o funcionamento das instituições financeiras.

O presidente do BCB e os seus diretores são nomeados pelo Presidente da República após a aprovação prévia do Senado Federal, que é feita por uma arguição pública e posterior votação secreta.

Sua sede é em Brasília e possui representações regionais em Belém, Belo Horizonte, Curitiba, Fortaleza, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador e São Paulo.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A CVM foi criada em 07 de dezembro de 1976 pela Lei 6.385, com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. Considerando que o objeto de estudo deste livro é o mercado de capitais e que a CVM é a autarquia federal por ele responsável, mais a frente há uma seção específica para tratar do assunto.

Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)

A Susep foi criada em 1966 pelo Decreto-Lei 73/66, que também instituiu o Sistema Nacional de Seguros Privados, como órgão responsável pelo controle e fiscalização

dos mercados de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro. É uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, administrada por um Conselho Diretor, composto pelo Superintendente e por quatro Diretores.

Suas principais atribuições são:

- ✓ Fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operação das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Privada Aberta e Resseguradores, na qualidade de executora da política traçada pelo CNSP;
- ✓ Atuar no sentido de proteger a captação de poupança popular que se efetua através das operações de seguro, previdência privada aberta, de capitalização e resseguro;
- ✓ Zelar pela defesa dos interesses dos consumidores dos mercados supervisionados;
- ✓ Promover o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos operacionais a eles vinculados, com vistas à maior eficiência do Sistema Nacional de Seguros Privados e do Sistema Nacional de Capitalização;
- ✓ Promover a estabilidade dos mercados sob sua jurisdição, assegurando sua expansão e o funcionamento das entidades que neles operem;
- ✓ Zelar pela liquidez e solvência das sociedades que integram o mercado;
- ✓ Disciplinar e acompanhar os investimentos daquelas entidades, em especial os efetuados em bens garantidores de provisões técnicas;
- ✓ Cumprir e fazer cumprir as deliberações do CNSP e exercer as atividades que por este forem delegadas;
- ✓ Prover os serviços de Secretaria Executiva do CNSP.

Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)

A Previc atua como entidade de fiscalização e de supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operado por essas entidades. É uma autarquia vinculada ao Ministério da Previdência Social.

Operadores

Banco do Brasil

O Banco do Brasil é o mais antigo banco comercial do Brasil e foi criado em 12 de outubro de 1808 pelo príncipe regente Dom João VI. É uma sociedade de economia mista de capital público e privado. É também uma empresa aberta que possui ações cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). O Banco do Brasil opera como agente financeiro do Governo Federal e é o principal executor das políticas de crédito rural e industrial.

Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social

Criado em 1952 como autarquia federal, hoje é uma empresa pública vinculada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio. É responsável pela política de investimentos a longo prazo do Governo Federal, necessários ao fortalecimento da empresa privada nacional.

Com o objetivo de fortalecer a estrutura de capital das empresas privadas e desenvolvimento do mercado de capitais, o BNDES conta com linhas de apoio para financiamentos de longo prazo a custos competitivos, para o desenvolvimento de projetos de investimentos e para a comercialização de máquinas e equipamentos novos, fabricados no país, bem como para o incremento das exportações brasileiras.

Os financiamentos são feitos com recursos próprios, empréstimos e doações de entidades nacionais e estrangeiras e de organismos internacionais, como o BID. Também recebe recursos do PIS e PASEP.

Conta com duas subsidiárias integrais, a FINAME (Agência Especial de Financiamento Industrial) e a BNDESPAR (BNDES Participações), criadas com o objetivo, respectivamente, de financiar a comercialização de máquinas e equipamentos; e de possibilitar a subscrição de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro. As três empresas, juntas, compreendem o chamado “Sistema BNDES”.

Caixa Econômica Federal

Criada em 12 de janeiro de 1861 por Dom Pedro II com o propósito de incentivar a poupança e de conceder empréstimos sob penhor, a Caixa é uma empresa pública vinculada ao Ministério da Fazenda. É a instituição financeira responsável

pela operacionalização das políticas do Governo Federal para habitação popular e saneamento básico.

Além das atividades comuns de um banco comercial, a CEF também atende aos trabalhadores formais, por meio do pagamento do FGTS, PIS e seguro-desemprego, e aos beneficiários de programas sociais e apostadores das loterias.

As ações da Caixa priorizam setores como habitação, saneamento básico, infraestrutura e prestação de serviços.

Instituições Financeiras Monetárias

As instituições financeiras monetárias, ou bancárias, são aquelas autorizadas a captar depósitos à vista do público. Atualmente, apenas os Bancos Comerciais, a Caixa Econômica Federal, as Cooperativas de Crédito e os Bancos Múltiplos com carteira comercial possuem essa autorização.

Bancos Comerciais

Os Bancos Comerciais são as instituições financeiras mais tradicionais, que operam uma rede de agências, captam depósitos à vista, de livre movimentação, depósitos a prazo e disponibilizam recursos para financiar, a curto e médio prazo, as pessoas físicas e as empresas. Podem ser instituições públicas ou privadas. Devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima (sociedade por ações) e na sua denominação social deve constar a expressão “Banco” (Resolução CMN 2.099/94).

Cooperativas de Crédito

As sociedades cooperativas são uma forma societária, conforme previsto na Lei 5.764/71, em que as pessoas que dela participam comprometem-se a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica, de proveito comum, sem objetivo de lucro. As cooperativas de crédito, portanto, exploram serviços financeiros a elas permitidos. Dividem-se em: singulares, que prestam serviços financeiros de captação e de crédito apenas aos respectivos associados, podendo receber repasses de outras instituições financeiras e realizar aplicações no mercado financeiro; centrais de cooperativas ou federações de cooperativas, que prestam serviços às singulares filiadas, e são também responsáveis auxiliares por sua supervisão; e confederações de cooperativas centrais, que prestam serviços a centrais e suas filiadas. As cooperativas de crédito equiparam-se a uma instituição financeira e, portanto estão sujeitas à legislação e às normas gerais aplicáveis ao sistema financeiro, como também à Lei

Complementar nº 130, de 17 de abril de 2009, que instituiu o Sistema Nacional de Crédito Cooperativo, à Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971, que instituiu o regime jurídico das sociedades cooperativas, e à Resolução nº 3.859, de 27 de maio de 2010, que disciplina sua constituição e funcionamento.

Bancos Múltiplos com carteira comercial

Os bancos múltiplos são instituições financeiras autorizadas a se constituir com, no mínimo, duas dentre as carteiras comercial, de investimento ou desenvolvimento, de crédito imobiliário, de crédito, financiamento e investimento e de arrendamento mercantil, sendo que uma delas deve ser obrigatoriamente comercial ou de investimento. As atividades realizadas pelos bancos múltiplos estão sujeitas às mesmas normas legais e regulamentares aplicáveis às instituições singulares correspondentes às suas carteiras, inclusive no que diz respeito às operações ativas, passivas e acessórias. Somente bancos públicos podem operar a carteira de desenvolvimento. É vedado ao banco múltiplo emitir debêntures. Salvo os casos previstos em legislação e regulamentação específicas, não há vinculação entre as fontes de recursos captados e as aplicações do banco múltiplo. Os bancos múltiplos com carteira comercial podem captar depósitos à vista.

Demais Instituições Financeiras

Incluem as instituições financeiras não autorizadas a receber depósitos à vista. Desenvolvem as operações típicas de um intermediário financeiro, como captação de recursos e empréstimo, além da prestação de serviços financeiros. Dividem-se em categorias, a depender do foco principal de atuação, das formas permitidas de captação e aplicação dos recursos e da composição e controle societário. Entre elas, podemos citar:

Agências de Fomento

Agências de fomento são instituições criadas por Unidade da Federação que têm como objeto social financiar capital fixo e de giro associado a projetos na Unidade da Federação onde tenham sede. São constituídas sob a forma de sociedade por ações de capital fechado com controle acionário da Unidade da Federação que a instituiu. A constituição e o funcionamento das agências de fomento dependem de autorização do Banco Central do Brasil, sendo que cada Unidade só pode constituir uma agência. Na denominação social da instituição deve constar obrigatoriamente a expressão Agência de Fomento, acrescida da indicação da Unidade da Federação controladora. Não podem ser transformadas em nenhum outro tipo de instituição autorizada a

funcionar pelo Banco Central do Brasil. Além de recursos próprios, é permitido às agências de fomento empregar em suas atividades recursos provenientes de fundos e programas oficiais, orçamentos federal, estaduais e municipais, organismos e instituições financeiras nacionais e internacionais de desenvolvimento e captação de depósito financeiro associados a operações de microfinanças. Essas operações devem observar regras específicas da Resolução CMN 2.828, de 2001, que regula a constituição e o funcionamento dessas instituições e determina as atividades e operações que podem ser realizadas por esse tipo de instituição. É expressamente vedado às agências de fomento captar recursos junto ao público, recorrer ao redesconto, ter conta de reserva no Banco Central, contratar depósitos interfinanceiros na qualidade de depositante ou de depositária e nem ter participação societária em outras instituições financeiras. As agências de fomento devem constituir e manter, permanentemente, fundo de liquidez equivalente, no mínimo, a 10% do valor de suas obrigações, a ser integralmente aplicado em títulos públicos federais.

Associações de Poupança e Empréstimo

As associações de poupança e empréstimo são instituições constituídas sob a forma de sociedade civil e de propriedade comum de seus associados, restritas por região. Suas operações ativas são, em geral, de financiamento imobiliário. Elas captam recursos pela emissão de letras e cédulas hipotecárias, depósitos de cadernetas de poupança, depósitos interfinanceiros e empréstimos externos. Os depositantes adquirem vínculo societário e, por isso, são remunerados pelos resultados operacionais da APE e não por juros.

Bancos de Câmbio

Os bancos de câmbio são instituições financeiras especializadas na realização de operações de compra e venda de moeda estrangeira, transferências de recursos do e para o exterior, financiamento de exportação e importação, adiantamento sobre contratos de câmbio e outras operações, inclusive de prestação de serviços, previstas na regulamentação do mercado de câmbio. Podem ainda: atuar no mercado financeiro nacional, inclusive em bolsas de mercadorias e futuros, bem como em mercado de balcão, para realização de operações, por conta própria, referenciadas em moedas estrangeiras ou vinculadas a operações de câmbio; efetuar depósitos interfinanceiros; e realizar outras atividades que vierem a ser autorizadas pelo Banco Central do Brasil. Podem captar recursos de repasses interbancários, depósitos interfinanceiros e no exterior. É permitido aos bancos de câmbio manter contas de depósito não movimentáveis pelo titular, sem remuneração, cujos recursos sejam destinados à realização de operações ou à contra-

tação de serviços relacionados a seu objeto social. Na denominação dessas instituições deve constar a expressão “Banco de Câmbio”.

Bancos de Desenvolvimento

Os bancos de desenvolvimento são instituições financeiras públicas não federais, constituídas sob a forma de sociedade por ações, com sede na capital do Estado da Federação que detiver seu controle acionário. Em sua denominação deve constar obrigatoriamente a expressão “Banco de Desenvolvimento”, seguida do nome do Estado em que tenham sede. Os Bancos de Desenvolvimento têm como objetivo proporcionar os recursos necessários ao financiamento, a médio e longo prazo, de programas e projetos que visem a promover o desenvolvimento econômico e social dos respectivos Estados da Federação onde tenham sede. As principais operações ativas são empréstimos e financiamentos, investimentos e arrendamento mercantil, direcionados prioritariamente ao setor privado. Podem captar recursos de terceiros provenientes de depósitos a prazo, empréstimos externos, emissão ou endosso de cédulas hipotecárias, emissão de cédulas pignoratícias de debêntures e de Títulos de Desenvolvimento Econômico.

Bancos de Investimento

Os bancos de investimento são instituições financeiras especializadas em operações estruturadas para empresas. Tais operações podem envolver participação acionária ou societária de caráter temporário em empresas ou financiamentos, a médio e longo prazos, para suprimento de capital fixo ou de giro, mediante a aplicação de recursos próprios ou captados junto ao público. Possuem natureza privada, devem ser constituídos sob a forma de sociedade por ações e adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão “Banco de Investimento”. Não possuem contas correntes e captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. Além de instituírem, organizarem e administrarem fundos de investimentos, administram carteiras de títulos e valores mobiliários, assessoram negócios, realizam lançamentos de ações de empresas e prestam outros serviços do gênero.

Companhias Hipotecárias

As companhias hipotecárias são instituições financeiras que têm por objeto social:

- ✓ conceder financiamentos destinados à aquisição, produção, reforma ou comercialização de imóveis residenciais ou comerciais e lotes urbanos;
- ✓ conceder empréstimos e financiamentos, garantidos por hipoteca ou pela alienação fiduciária de bens imóveis;
- ✓ comprar, vender, refinar e administrar créditos garantidos por hipoteca ou pela alienação fiduciária de bens imóveis, próprios ou de terceiros;
- ✓ administrar fundos de investimento imobiliário, desde que autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários; e
- ✓ repassar recursos destinados ao financiamento da produção ou da aquisição de imóveis residenciais ou comerciais.

Devem ser constituídas sob a forma de sociedades por ações e em sua denominação social deve constar a expressão “Companhia Hipotecária”. Às companhias hipotecárias é facultado emitir letras hipotecárias, cédulas hipotecárias, debêntures e obter empréstimos e financiamentos no País e no exterior. As normas do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) não se aplicam às companhias hipotecárias.

Sociedades Crédito, Financiamento e Investimento

As sociedades de crédito, financiamento e investimento, ou financeiras, como são conhecidas, são instituições financeiras privadas com o objetivo de prover financiamento para a compra de bens e serviços, e para capital de giro. Foram instituídas pela Portaria do Ministério da Fazenda 309, de 30 de novembro de 1959. Devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima (sociedade por ações) e na sua denominação social deve constar a expressão “Crédito, Financiamento e Investimento”. Captam recursos por meio de aceite e colocação de Letras de Câmbio e Recibos de Depósitos Bancários.

Sociedades de Crédito Imobiliário

As sociedades de crédito imobiliário são instituições financeiras especializadas em operações de financiamento imobiliário. Foram criadas pela Lei 4.380, de 21 de agos-

to de 1964, no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Devem ser constituídas sob a forma de sociedade por ações e em sua denominação social deve constar a expressão “Crédito Imobiliário”. Podem captar recursos por meio de depósitos de poupança, da emissão de letras e cédulas hipotecárias e de depósitos interfinanceiros. Operam principalmente em financiamento para construção de habitações, abertura de crédito para compra ou construção de casa própria, financiamento de capital de giro a empresas incorporadoras, produtoras e distribuidoras de material de construção.

Sociedades de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte

As sociedades de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte são instituições que têm como objeto social a concessão de financiamentos a pessoas físicas, a microempresas e a empresas de pequeno porte, com vistas à viabilização de empreendimentos de natureza profissional, comercial ou industrial. Foram criadas pela Lei 10.194, de 14 de fevereiro de 2001. São impedidas de captar, sob qualquer forma, recursos junto ao público, bem como emitir títulos e valores mobiliários destinados à colocação e oferta públicas. Devem ser constituídas sob a forma de companhia fechada ou de sociedade por quotas de responsabilidade limitada e devem adotar em sua denominação social a expressão “Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte”, vedado o emprego da palavra “banco” (Resolução CMN 2.874, de 2001).

Outros Intermediários Financeiros

São também intermediários do Sistema Financeiro Nacional:

Administradoras de Consórcio

A administradora de consórcio é uma pessoa jurídica prestadora de serviços responsável pela formação e administração de grupos de consórcio. O grupo de consórcio é uma sociedade não personificada, que tem como objetivo a captação de poupança, em um sistema de autofinanciamento, que permite aos consorciados a aquisição de bens e serviços.

Sociedades de Arrendamento Mercantil

As sociedades de arrendamento mercantil são instituições que têm como objeto a realização de operações de arrendamento mercantil (leasing). Nessa operação, o arrendador coloca um determinado bem à disposição do arrendatário, para uso, durante um prazo

específico, tendo em troca uma contraprestação financeira. É uma espécie de locação, em que o arrendatário, ao final do contrato, pode adquirir o bem por um valor residual, devolvê-lo ao arrendador ou ainda renovar o contrato.

Sociedades Corretoras de Câmbio

As sociedades corretoras de câmbio são instituições que têm como objeto social exclusivo a intermediação em operações de câmbio e a prática de operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes. Deverá ser constituída sob a forma de sociedade por ações ou por quotas de sociedade limitada e em sua denominação social deve constar obrigatoriamente a expressão “corretora de câmbio”. São supervisionadas pelo Banco Central do Brasil.

Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários

São instituições financeiras com múltiplas funções e, até o início de março de 2009 com a edição da Decisão-Conjunta BACEN/CVM N° 17 (conforme mencionado no item abaixo), eram as únicas autorizadas a operar em bolsas de valores. Necessitam de autorização prévia do Banco Central do Brasil para serem constituídas, estando sujeitas à fiscalização da própria bolsa de valores, da CVM e do Banco Central. Sua principal atividade é a execução de ordens de compra e de venda de ativos para seus clientes. Podem auxiliar o investidor na medida em que disponibilizam para seus clientes informações provenientes de seus departamentos técnicos ou de análises de terceiros. Podem também administrar Fundos de Investimentos. Em geral, cobram taxas e comissões por seus serviços. As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários são constituídas sob a forma de sociedade por ações ou por quotas de responsabilidade limitada.

Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários

São instituições financeiras também autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e pela CVM, atuando na intermediação de títulos e valores mobiliários. Possuem diversas funções, em especial, atividades relacionadas ao mercado de capitais. Até o início de março de 2009, as Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários não estavam autorizadas a operar em bolsas de valores e, quando o faziam, operavam por meio de uma Corretora de Valores. Contudo, em 02.03.2009, a Decisão-Conjunta BACEN/CVM N° 17 estabeleceu que as Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários ficariam autorizadas a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores.

Da mesma forma que as Corretoras, as Distribuidoras de Valores cobram taxas e comissões por seus serviços. São constituídas sob a forma de sociedades por ações ou por quotas de sociedade limitada e, em sua denominação social, deve constar obrigatoriamente a expressão “Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários”.

Instituições Auxiliares

Também compõem o Sistema Financeiro Nacional, como operadores auxiliares, as entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários, como Bolsas de Valores, Mercadorias e Futuros, de Balcão Organizado, assunto que será tratado em capítulo específico.

Instituições do Segmento de seguros, capitalização e previdência

Além das entidades relacionadas acima, também integram o SFN as sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas de previdência complementar e os fundos de pensão.

Sociedades Seguradoras

As sociedades seguradoras são especializadas nos contratos de seguros, por meio dos quais assumem a obrigação de indenizar o contratante (segurado), ou a quem este designar, caso o risco indicado no contrato venha a ocorrer. Recebe, para isso, o prêmio estabelecido. São constituídas sob a forma de sociedades por ações.

Sociedades de Capitalização

As sociedades de capitalização negociam os contratos ou títulos de capitalização, em que os contratantes comprometem-se a depositar, periodicamente e durante prazo estabelecido, prestações pecuniárias, para, ao fim do prazo contratado, resgatar parte dos valores corrigidos por uma taxa estabelecida contratualmente. Quando previsto, os contratantes têm ainda o direito de concorrer a sorteios de prêmios em dinheiro. Essas sociedades são constituídas sob a forma de sociedades por ações.

Entidades Abertas de Previdência Complementar

As Entidades Abertas de Previdência Complementar “EAPCs” têm por objetivo instituir e operar planos de benefícios previdenciários, direcionados a quaisquer pessoas físicas. Esses benefícios podem ser concedidos na forma de renda continuada ou de pagamento único. As EAPCs são constituídas sob a forma de sociedades por ações.

Fundos de Pensão

As entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) também têm por objetivo operar planos previdenciários, porém são acessíveis somente aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas ou aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, ou aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial. São organizadas sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos. No que diz respeito à aplicação dos recursos, as entidades de previdência fechada estão sujeitas às regras estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, na Resolução 3.121, de 25 de setembro de 2003. Também são regidas pela Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001.

1.2 Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional

Os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e de lavagem de dinheiro encontram específica previsão no ordenamento jurídico brasileiro que, assim, visa a coibir condutas lesivas que atentem contra o próprio Sistema Financeiro e a economia nacional. Direta ou indiretamente, protegem também o investidor e o mercado.

Crimes do Colarinho Branco

Em relação aos crimes conhecidos como “crimes do colarinho branco”, endereçados especificamente pela Lei nº 7.492/86, destacamos algumas condutas consideradas prejudiciais ao regular funcionamento do sistema financeiro e à confiabilidade que nele deve imperar e que, por isso, são coibidas:

- ✓ imprimir, reproduzir ou pôr em circulação, sem autorização, certificado, cautela ou outro documento representativo de título ou valor mobiliário;
- ✓ emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários falsos, sem registro, sem lastro ou sem autorização;
- ✓ divulgar informação falsa ou prejudicialmente incompleta sobre instituição financeira;
- ✓ gerir fraudulentamente instituição financeira;

- ✓ apropriar-se ou desviar em proveito próprio ou alheio, como administrador de instituição financeira, dinheiro, título, valor ou qualquer outro bem móvel de que tenha a posse;
- ✓ induzir ou manter em erro sócio, investidor ou repartição pública competente relativamente à operação ou situação financeira, sonhando-lhe informação ou prestando-a falsamente;
- ✓ fazer inserir elemento falso ou omitir elemento exigido pela legislação em demonstrativos contábeis de instituição financeira, seguradora ou instituição integrante do sistema de distribuição de títulos de valores mobiliários;
- ✓ obter, mediante fraude, financiamento em instituição financeira.

Embora a lei faça referência ao Sistema Financeiro Nacional, esta expressão deve ser entendida em sentido amplo, de mercado financeiro ou de mercado de capitais, abrangendo os seguros, o câmbio, os consórcios, a capitalização ou qualquer outro tipo de poupança.

Crimes contra o Mercado de Valores Mobiliários

Com o objetivo de preencher as lacunas então existentes na “Lei do Colarinho Branco”, a Lei nº 10.303/01 alterou a Lei nº 6.385/76, passando a prever três delitos especificamente voltados à tutela do regular funcionamento do mercado de valores mobiliários:

- ✓ Manipulação de Mercado: realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros.
- ✓ Uso Indevido de Informação Privilegiada: utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.
- ✓ Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função: atuar, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, como instituição inte-

grante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento.

Crime de Lavagem de Dinheiro

“Lavar” dinheiro significa ocultar ou dissimular a natureza, origem, localização, disposição, movimentação ou a propriedade de bens, direitos ou valores provenientes, direta ou indiretamente, de crime. Ou seja, o dinheiro lavado tem, necessariamente, origem em atividade ilícita (infração penal), qualquer que seja ela, conforme previsto no art. 1º da Lei nº 9.613/98, com redação que lhe foi dada pela Lei nº 12.683/12.

O crime de lavagem de dinheiro caracteriza-se por um conjunto de operações comerciais ou financeiras que buscam a incorporação na economia de cada país, de modo transitório ou permanente, de recursos, bens e valores de origem ilícita e que se desenvolvem por meio de um processo dinâmico que envolve, teoricamente, três fases independentes que, com frequência, ocorrem simultaneamente.

A primeira fase é conhecida como “colocação”, por meio da qual o agente tem o objetivo de colocar, inserir o dinheiro no sistema econômico, o que, muitas vezes, se faz por meio da movimentação dos recursos em países com regras mais permissivas e naqueles que possuem um sistema financeiro liberal.

A segunda etapa é a “ocultação”, que consiste em dificultar o rastreamento contábil dos recursos ilícitos. O objetivo é tentar romper a cadeia de evidências, de modo a fazer desaparecer o vínculo entre o criminoso e o bem procedente da sua atuação.

Por fim, a terceira etapa é a da “integração”, na qual os ativos são incorporados formalmente ao sistema econômico.

O Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF) é a unidade brasileira de inteligência financeira, integra o Ministério da Fazenda e possui um papel central no sistema brasileiro de combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento ao terrorismo. Ele tem a incumbência legal de coordenar mecanismos de cooperação e de troca de informações que viabilizem ações rápidas e eficientes no combate à lavagem de dinheiro, disciplinar e aplicar penas administrativas e receber, examinar e identificar

ocorrências suspeitas. O COAF também coordena a participação do Brasil em várias organizações internacionais relacionadas a esse tema.

Com relação às medidas preventivas, a legislação brasileira designa autoridades para supervisionar as instituições financeiras e garantir maior vigilância de atividades financeiras suspeitas ou incomuns, ou ainda transações envolvendo jurisdições com regimes deficientes de combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento ao terrorismo.

Além do COAF, outras autoridades e instituições, tais como a Polícia Federal, a Receita Federal, a Controladoria-Geral da União, o Ministério Público, a CVM e o BCB, dentro do trabalho conjunto da Estratégia Nacional de Combate à Corrupção e à Lavagem de Dinheiro (ENCCLA) e, conforme recomendações expedidas pelo Grupo de Ação Financeira (FATF/GAFI), têm se engajado de forma sistemática e progressiva na identificação, na prevenção e no combate à lavagem de dinheiro, o que pode ser visto no aumento do número de investigações e condenações. Essas autoridades têm aumentado suas capacidades de atuação, seja ampliando recursos, seja cooperando com outros órgãos para o intercâmbio de informações e experiências. Além disso, os tribunais especializados recém-criados para julgar esses processos aumentaram os esforços na luta contra o crime de lavagem de dinheiro.

1.3. Comissão de Valores Mobiliários

1.3.1. História do mercado de capitais

Antes da década de 60, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A partir do final da década de 1950 o ambiente econômico de inflação crescente se somava a uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros (a chamada Lei da Usura) limitando o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo.

Essa situação começa a se modificar quando o Governo que assumiu o poder em abril de 1964 iniciou um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro, quando diversas novas leis foram editadas.

Entre aquelas que tiveram maior importância para o mercado de capitais, podemos

citar a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária, através da criação das ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional), a Lei nº 4.595/64, denominada lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central e, principalmente, a Lei nº 4.728, de 14.04.65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

A introdução dessa legislação resultou em diversas modificações no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização, a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento.

Com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as Bolsas de Valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, funções hoje exercidas pela CVM, foi criada uma diretoria no Banco Central: Diretoria de Mercado de Capitais.

Ao mesmo tempo, foram introduzidos alguns incentivos para a aplicação no mercado acionário, dentre os quais destacamos os Fundos 157, criados pelo Decreto Lei nº 157, de 10.02.1967. Estes fundos eram uma opção dada aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido, quando da Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

Com o grande volume de recursos carreados para o mercado acionário, principalmente em decorrência dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. Isto desencadeou um “boom” na Bolsa do Rio de Janeiro, sendo o período de maior onda especulativa entre dezembro de 1970 e julho de 1971, quando as cotações dispararam.

Após alcançar o seu ponto máximo em julho de 1971, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores mais esclarecidos e experientes, que começaram a vender suas posições. O quadro foi agravado progressivamente quando novas emissões começaram a chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações, em um momento em que muitos investidores, assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa, procuravam vender seus títulos.

O movimento especulativo, conhecido como “boom de 1971”, teve curta duração, mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam, de forma surpreendentemente duradoura, a reputação do mercado acionário. Apesar disso, notou-se uma recuperação das cotações a partir de 1975, devido a novos aportes de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP, adicionais do Fundo 157 e a criação das Sociedades de Investimento “Decreto-Lei nº 1401” para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), além do crescente volume de investimentos por parte dos Fundos de Pensão.

Ao longo do tempo, vários outros incentivos foram adotados visando a incentivar o crescimento do mercado, tais como: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores; a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital; e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES aos subscritores de ações distribuídas publicamente.

Foi dentro desse quadro de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário que, em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais, ainda em vigor: a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades por Ações, que visava modernizar as regras que regiam as sociedades por ações, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940, e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a CVM, uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas.

Apesar de todos esses incentivos, o mercado de capitais não teve o crescimento esperado, ainda que em alguns momentos tenha havido um aumento na quantidade de companhias abrindo seu capital e um volume razoável de recursos captados durante a década de 1980.

Na segunda metade da década de 70, a partir do Decreto Lei 1.401/76, foram feitas as primeiras tentativas para atrair capitais externos para aplicação no mercado de capitais brasileiro, mas o processo de internacionalização do mercado aconteceu com mais força a partir do final da década de 1980, com a edição da Resolução do CMN nº 1.289/87.

A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da

economia brasileira, aumenta o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente a New York Stock Exchange, sob a forma de ADR (American Depositary Receipts), com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC (Securities and Exchange Commission), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados “princípios de governança corporativa”.

A partir daí, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar melhorias das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, das quais destacamos: a aprovação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela BM&FBovespa.

1.3.2. Estrutura

A CVM é uma entidade autárquica, em regime especial, criada com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários.

CVM: autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Com sede na cidade do Rio de Janeiro, é administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal. O Presidente e a Diretoria constituem o Colegiado, que define políticas e estabelece práticas a serem implantadas e desenvolvidas pelo corpo de Superintendentes, que é a instância executiva da CVM.

Com o objetivo de reforçar sua autonomia e seu poder fiscalizador, o governo federal editou, em 2001, a Medida Provisória nº 8, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/02) pela qual a CVM passa a ser uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

1.3.3. As principais atribuições e competências da CVM

Nos termos da legislação, a CVM tem como objetivos:

- ✓ Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- ✓ Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- ✓ Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- ✓ Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, contra atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.
- ✓ Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar

condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

- ✓ Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- ✓ Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e
- ✓ Assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Entre as principais competências atribuídas pela Lei à CVM, cabe destacar:

- ✓ Regulamentar as matérias expressamente previstas nas Leis 6385/76 (Lei da Sociedade por Ações);
- ✓ Realizar atividades de credenciamento, registro e fiscalização de auditores independentes, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários, agentes autônomos, entre outros;
- ✓ Fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, os fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários;
- ✓ Apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não-equitativas de administradores de companhias abertas e de quaisquer participantes do mercado de valores mobiliários, aplicando as penalidades previstas em lei.

É importante destacar que a CVM não tem competência para determinar o ressarcimento de eventuais prejuízos sofridos pelos investidores em decorrência da ação ou omissão de agentes do mercado.

1.3.4. A ação fiscalizadora e os poderes da CVM

Ao lado das atribuições, a Lei ofereceu à CVM os meios materiais e institucionais necessários ao cumprimento de sua missão, notadamente: o poder normativo, através do qual a CVM regula a atuação dos diversos agentes do mercado; e o poder punitivo, através do qual, assegurado o direito de ampla defesa, permite a penalização de quem descumpra as normas baixadas pelo órgão ou de quem pratica atos fraudulentos no mercado.

As penalidades possíveis de serem aplicadas pelo Colegiado da CVM, após constatada, em inquérito administrativo, a prática de irregularidades, correspondem à advertência, multa, suspensão ou inabilitação para o exercício do cargo e suspensão ou cassação da autorização ou do registro, além da proibição temporária por prazo determinado, não só para a prática de atividades ou operações por parte dos integrantes do sistema de distribuição, como também para atuar como investidor, direta e indiretamente, no mercado.

A Lei 9.457, de 05 de maio de 1997, ao mesmo tempo em que ampliou o leque de penalidades possíveis de serem aplicadas pela CVM, instituiu também o Termo de Compromisso, que possibilita a suspensão do procedimento administrativo, desde que o acusado interrompa a prática do ato ilícito e indenize os prejudicados.

Foi criada, ainda, a figura do atenuante na aplicação de penalidades, quando se verificar arrependimento eficaz ou arrependimento posterior, mediante circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar o ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.

Não pode deixar de ser mencionado que a CVM tem a responsabilidade de denunciar ao Ministério Público a ocorrência de indícios de ilícito penal nos processos em que apura as irregularidades no mercado. Mecanismo semelhante permite o encaminhamento do processo à Secretaria da Receita Federal quando da ocorrência de indícios de ilícito fiscal.

A lei assegura também à CVM o direito de participar de processos judiciais que envolvam matéria de interesse do mercado de valores mobiliários. Segundo a legislação, a Autarquia será sempre intimada a, em querendo, manifestar-se nesses processos, juntando parecer, ou oferecendo esclarecimentos.

1.3.5. Direito de ampla defesa

O processo de regulação na CVM tem início com o trabalho de normatização, assessorado pelos agentes do mercado e apoiado em seus fundamentos e princípios. Prossegue na fiscalização e no acompanhamento das atividades dos participantes do mercado, resultando, quando da constatação de irregularidades, na punição dos responsáveis pelas práticas irregulares ou ilegais.

Entretanto, não se aplica qualquer penalidade sem que seja assegurado ao acusado o amplo direito de defesa. Instaurado o procedimento administrativo para apurar a

prática de irregularidades no mercado, será o mesmo instruído com a documentação pertinente, sobretudo as provas de defesa apresentadas pelos indiciados.

Concluído o inquérito, este será julgado pelo Colegiado da Autarquia, cabendo recurso da decisão tomada ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

1.3.6. Normatização e Audiência Pública

As normas baixadas pela CVM estão, inicialmente, vinculadas a uma política de regulação prévia e claramente explicitada ao mercado. As normas, além disso, não são baixadas sem que o mercado tenha a oportunidade de sobre elas se manifestar e, inclusive, participar de sua elaboração.

A CVM entende que esses cuidados são indispensáveis à eficiência do processo normativo. Primeiro, porque não se colocam os entes objetos da regulação em permanente sobressalto. Depois, porque o debate e a participação no processo normativo não só permitem a elaboração de documentos condizentes com a realidade do mercado, como também comprometem o regulado com a regulação, na medida em que ele se torna, mais que o cumpridor da norma, um dos seus autores.

A audiência pública é o mecanismo que acompanha quase todo o processo normativo da CVM. As minutas de projetos de normas da CVM, segundo o rito do processo, são colocadas à disposição dos interessados, para que eles se manifestem sobre o documento e, de forma complementar, podem ser discutidas em seminários e eventos do gênero até que, obtido o melhor nível de compreensão e adesão do mercado com relação à matéria, a norma possa ser baixada.

1.3.7. Regulação x Autorregulação

Para assegurar que o seu trabalho seja coerente com as expectativas da sociedade e dos entes regulados, a CVM fundamenta a sua atividade regulatória em um conjunto de princípios extraídos sobre o que se deve esperar da regulação, qual o seu alcance e suas limitações.

A explicitação desses princípios e a sua divulgação ao mercado permite que seus diversos segmentos entendam como e por que a CVM edita normas. Além disso, essa estrutura conceitual é importante também como base para as atividades de autorregulação, na medida em que estabelece diretrizes para o exercício de iniciativas disciplinadoras que as entidades do mercado decidam adotar no âmbito de suas atividades.

O mercado de valores mobiliários precisa ser livre, competitivo e informado, ou seja, precisa ser eficiente. Além disso, deve ser um mercado confiável, em que haja uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam. O exercício da atividade regulatória da CVM, portanto, objetiva assegurar essa eficiência e essa confiabilidade, condições consideradas fundamentais para promover a expansão e o desenvolvimento desse mercado.

A regulação leva em conta os seguintes fundamentos:

Interesse Público

- ✓ A transferência de recursos entre os investidores e os agentes econômicos é indispensável à contínua formação de capital, quando se contempla uma sociedade como a brasileira, baseada na livre iniciativa e na economia de mercado. É através desse processo de transferência de recursos que se obtém o investimento e o crescimento das unidades econômicas e, em decorrência, do conjunto da sociedade. Portanto, é do interesse público o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Confiabilidade

- ✓ A existência e o crescimento do mercado dependem da confiança que seus diversos protagonistas depositem no sistema. Se o propósito do órgão regulador é favorecer o crescimento do mercado, de modo que ele possa atender sempre às crescentes exigências da sociedade, torna-se imperativa a observação deste fundamento. A regulação deve se dar de forma a criar uma base de confiança que assegure ao detentor de poupança a certeza de que pode atuar no mercado, incorrendo exclusivamente nos riscos próprios do negócio em que quer operar.

Eficiência do Mercado

- ✓ É característica de um mercado livre a sua capacidade de atuar como mecanismo apto a direcionar a poupança da sociedade aos projetos econômicos mais adequados a suas expectativas. Este é um aspecto que se tem de observar e perseguir no trabalho de regulação, na medida em que só assim se consegue o melhor atendimento de anseios da sociedade. Da mesma forma, a minimização dos custos da intermediação desses recursos responde tanto ao interesse das companhias, quanto dos indivíduos que nelas investem, e será através da eficiência do mercado que tais objetivos poderão ser alcançados: eficiência alocacional e operacional.

Competitividade

- ✓ A eficiência do mercado depende do grau de competição que se estabeleça entre os seus participantes. Portanto, a regulação terá que se manter sempre atenta a este fundamento, não só evitando ações que venham a inibir a competitividade, mas também assegurando que ela se dê de forma sadia. Além disso, a competição ativa e sadia minimiza a necessidade de regulação.

Mercado Livre

- ✓ A liberdade de atuação no mercado e de acesso a seus mecanismos é pré-condição de existência de um mercado capaz de desempenhar adequadamente o seu papel. No processo de regulação do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao exercício de atividades e às operações que nele se processem.

A Autorregulação

Para aumentar a eficiência da atividade regulatória, a CVM adota o sistema de autorregulação para determinadas atividades no mercado de valores mobiliários, evitando, assim, a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento.

A autorregulação está fundamentada nos seguintes pressupostos:

- ✓ A ação eficaz do órgão regulador sobre os participantes do mercado de valores mobiliários implica em custos excessivamente altos quando se busca aumentar a eficiência e abrangência dessa ação.
- ✓ Uma entidade autorreguladora, pela sua proximidade das atividades do mercado e melhor conhecimento das mesmas, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo agir com maior celeridade e a custos moderados.
- ✓ A elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que disciplinam suas atividades fazem com que a aceitação dessas normas aumente e a comunidade se sinta mais responsável no seu cumprimento, diminuindo a necessidade de intervenção do órgão regulador.

Esses pressupostos refletem a preocupação de reduzir o porte e de tornar a atuação do órgão regulador mais eficiente, já que este só poderia ter uma ação sensível, ágil e eficaz caso duplicasse inúmeras funções desempenhadas por entidades privadas existentes no

mercado de valores mobiliários. Além disso, o maior zelo na observância das normas, decorrente da participação em sua elaboração e da consciência da importância de sua preservação, implica menor dispêndio de recursos nas tarefas de acompanhamento e fiscalização de seu cumprimento.

Por outro lado, na delegação de poderes de normatização e fiscalização, o órgão regulador conserva competências residuais que lhe permitem evitar possíveis inconvenientes da autorregulação, como a complacência em relação a assuntos de interesse público, a tendência à autoproteção dos regulados, a leniência na imposição de sanções e atitudes tolerantes, decorrentes do desejo de evitar publicidade negativa aos negócios.

1.3.8. Participação em organismos internacionais

Nas suas relações internacionais, a CVM participa das atividades de inúmeras organizações que congregam reguladores de valores mobiliários, como a IOSCO – International Organization of Securities Commissions, o COSRA – Conselho de Reguladores de Valores das Américas, e o IIMV – Instituto IberoAmericano de Mercados de Valores. Participa também das atividades de outras entidades internacionais, como o MERCOSUL e o Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds – ECG, entre outros.

IOSCO – International Organization of Securities Commissions

A Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV - ou IOSCO, como é conhecida internacionalmente por sua sigla em inglês, é a principal organização internacional que congrega reguladores de valores. Foi oficialmente criada em 1983 e tornou-se o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores e de futuros.

A Comissão de Valores Mobiliários foi uma das fundadoras da IOSCO (a organização começou como uma entidade interamericana) e já sediou duas reuniões anuais desse organismo, que tem entre as suas quatro línguas oficiais o português.

Seus objetivos, definidos em estatuto, são:

- ✓ promover, através da cooperação, altos padrões de regulação, adequados à manutenção de mercados seguros, eficientes e equitativos;
- ✓ intercambiar informações e experiências necessárias ao desenvolvimento de mercados domésticos;

- ✓ unir esforços para estabelecer padrões internacionais de contabilidade e auditoria e um eficaz sistema de supervisão das transações internacionais nos mercados de capitais;
- ✓ proporcionar assistência recíproca em investigações, com a finalidade de garantir a rigorosa aplicação das leis e punição de seus infratores.

A IOSCO conta com 30 Princípios da Regulação de Valores Mobiliários, baseados em 3 objetivos: Proteção de Investidores; Assegurar Mercados Justos, Eficientes e Transparentes; e Redução do Risco Sistêmico.

COSRA - Council of the Securities Regulators of the Americas

O COSRA, Conselho de Reguladores de Valores das Américas, reúne os reguladores de valores das Américas do Norte, Central e do Sul, assim como do Caribe. Fundado em 1992, foi presidido pela CVM entre junho de 1995 e junho de 1997.

Seu objetivo é oferecer um foro para estimular a cooperação mútua e o intercâmbio de informações com o intuito de fornecer sinergia aos esforços realizados por cada um dos países da região para desenvolver um mercado de valores eficiente e justo para todos os investidores.

Instituto IberoAmericano de Mercados de Valores

A Fundação Instituto IberoAmericano de Mercados de Valores – IIMV - é uma instituição sem fins lucrativos, que tem por objetivo favorecer um melhor conhecimento da estrutura e regulação dos mercados de valores nos países iberoamericanos, o desenvolvimento de mercados de valores transparentes e íntegros e incrementar a relação entre os reguladores, a iniciativa privada e os profissionais do mercado.

O principal meio para atingir seus objetivos é através da criação de programas, tais como:

- ✓ Programa de Difusão - que inclui difusão de uma newsletter eletrônica, publicação quadrimestral de uma revista e criação de um website na Internet;
- ✓ Programa de Formação e Pesquisa - organização de seminários e ciclos de debate, bem como a organização de um programa de pesquisa na área de regulação;
- ✓ Programa de Cooperação - celebração de uma reunião anual de reguladores,

com o objetivo de incrementar a comunicação e colaboração.

MERCOSUL

O MERCOSUL é um tratado de livre comércio entre os países membros (Brasil, Argentina, Uruguai, Paraguai e, por último, Venezuela). Sua estrutura básica é composta pelo Conselho de Mercado Comum (órgão deliberativo máximo) e pelo Grupo do Mercado Comum (órgão executivo), que, por sua vez, se divide em dez diferentes subgrupos de trabalho.

A CVM é membro da Comissão de Mercado de Capitais do subgrupo de trabalho 4 (assuntos financeiros) coordenado pelo Banco Central do Brasil. Essa comissão harmonizou os padrões de regulação mínima para a região. A atuação da CVM se dá também em outros dois fóruns: Subgrupo de Investimentos (SGT-12) e Grupo de Serviços.

ECG – Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds

O ECG é um grupo composto pelos encarregados da supervisão de fundos de investimento nos órgãos reguladores de mercados desenvolvidos, reúnem-se anualmente com o objetivo de discutir questões que afetam o desenvolvimento e a regulação dos mecanismos de investimentos coletivos, bem como os avanços da indústria e da regulação de fundos de investimento em cada país-membro.

Os membros originais do ECG são os 12 países da Comunidade Europeia e os países não europeus membros do G-10, totalizando 17 países (Alemanha, Bélgica, Canadá (Ontário e Quebec), Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Japão, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça).

Para ingressar no grupo, a CVM elaborou um extenso estudo sobre a indústria de fundos brasileira. Após um rigoroso exame desse estudo, e considerando o tamanho, o grau de regulação e a qualidade da supervisão da indústria de fundos no Brasil, comparáveis aos dos países membros, a CVM foi aceita como membro do ECG. A primeira reunião em que a CVM participou ocorreu em 1996.



2 VALORES MOBILIÁRIOS

2. Valores Mobiliários

Conhecer de antemão as principais características dos ativos financeiros disponíveis em um mercado facilita ao investidor planejar a alocação de seus investimentos naqueles que melhor se ajustem aos seus objetivos, prazo e perfil de risco. No mercado de capitais esses ativos são chamados de valores mobiliários.

Neste capítulo serão apresentados alguns desses valores mobiliários e suas principais características. Antes, porém, será feita uma introdução sobre o conceito de valor mobiliário. Essa discussão torna-se importante na medida em que a caracterização de um título como valor mobiliário o submete às regras e à fiscalização da CVM, com significativa mudança na forma como esses títulos podem ser ofertados e negociados no mercado.

São valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Originalmente, a Lei 6.385/76 conceituou valor mobiliário de forma bastante restritiva. O legislador simplesmente listou o que se deveria considerar como valor mobiliário e outorgou ao Conselho Monetário Nacional competência para alterar a lista, quando necessário.

Com o tempo, a lei e a regulamentação incluíram no rol de valores mobiliários diversos outros títulos e contratos de investimento. Mesmo assim, embora tenha funcionado com sucesso durante vários anos, esse conceito mais restrito começava a se mostrar ineficiente frente à crescente criatividade no lançamento de novos produtos financeiros. Por essa razão, foi editada a Medida Provisória 1.637/98, posteriormente convertida na Lei 10.198/01, que procurou conceituar valor mobiliário de forma mais ampla, com o intuito de abranger boa parte das modalidades de captação pública de recursos.

De acordo com essa nova definição, “são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

A Lei 10.303/2001 incorporou esse conceito ao artigo 2º da Lei 6.385/76, que atualmente vigora com a seguinte redação:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Dessa forma, pode-se dizer que são valores mobiliários:

- ✓ todos os listados nos incisos I ao VIII do artigo 2º da Lei 6.385/76;
- ✓ quaisquer outros criados e assim definidos por lei ou regulamentação específica, como os certificados de recebíveis imobiliários - CRI's, os certificados

de investimentos audiovisuais e as cotas de fundos de investimento imobiliário – FII, entre outros; e

✓ quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que se enquadrem no inciso IX da Lei, conforme citado acima.

É importante destacar que a lei expressamente retira da lista de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade das instituições financeiras, exceto as debêntures.

Portanto, se a captação é feita por entes governamentais ou por instituições financeiras, com a responsabilidade destas, esses títulos não estão sob a tutela da CVM. Mesmo assim, considerando a importância desses ativos para o mercado financeiro e para a indústria de fundos de investimento, optamos por apresentar alguns deles ao final deste capítulo.

2.1. Títulos Emitidos por Companhias

2.1.1. Ações

Ação é a menor parcela do capital social das companhias ou sociedades por ações. É, portanto, um título patrimonial e, como tal, concede aos seus titulares, os acionistas, todos os direitos e deveres de um sócio, no limite das ações possuídas.

Como o “acionista” é também “sócio” do negócio, estes dois termos serão utilizados como sinônimos neste livro, em relação às sociedades por ações.

Uma ação é um valor mobiliário, expressamente previsto em lei, como já conceituado. No entanto, apesar de todas as companhias ou sociedades por ações terem o seu capital dividido em ações, somente as ações emitidas por companhias registradas na CVM, chamadas companhias abertas, podem ser negociadas publicamente no mercado de valores mobiliários.

Atualmente, as ações são predominantemente escriturais, sem emissão de certificado físico, mantidas em contas de depósito, em nome dos titulares e em instituição contratada pela companhia para a prestação desse serviço, em que a propriedade é

comprovada através de extrato de posição acionária. As ações devem ser sempre nominativas, não mais sendo permitida, desde 1990, a emissão e a negociação de ações ao portador ou endossáveis.

O que os acionistas ganham por serem sócios

A principal forma de participação dos acionistas no lucro da companhia é por meio do recebimento de dividendos, de juros sobre o capital próprio e de bonificações. Esses pagamentos são realizados conforme o desempenho financeiro da empresa: se ela tem lucro, em geral há a distribuição de parte desses ganhos para os sócios. O percentual desse lucro e o valor final que será direcionado aos acionistas varia conforme uma série de fatores, incluindo, entre outros, a necessidade de investimentos para cumprir o plano de crescimento da empresa, o caixa disponível para a realização desse desembolso financeiro e os valores mínimos determinados pelo Estatuto Social da companhia.

Estatuto Social: é o documento que dá origem à sociedade e que a rege durante toda sua vida. Ele especifica as principais características da sociedade, como qualificação, tipo jurídico, denominação, localização, objeto social, forma de integralização e valor do capital social, data de encerramento do exercício social, regras que devem ser cumpridas por administradores e acionistas, entre outros.

Um pouco menos conhecida, mas também uma forma de remuneração, é a venda do chamado “direito de subscrição”, também conhecido como “direito de preferência”. No caso de emissão de novas ações por parte da companhia, os atuais acionistas recebem o direito¹ de subscrever prioritariamente essas ações, pelo preço de emissão e na proporção das ações já possuídas. Caso não tenha interesse em realizar a subscrição, é possível vender esse direito no mercado.

Os acionistas podem ganhar também com a possível valorização do preço das ações. Entretanto, não há garantia de valorização. Ao contrário, o preço está sujeito a uma

¹O artigo 172, da Lei 6404/76 prevê algumas hipóteses de exclusão desse direito, conforme transcrito abaixo:

“Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4o do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263. Parágrafo único. O estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais.”

série de fatores internos e externos. Ele depende não só do desempenho da própria companhia, mas também das perspectivas para o setor em que ela atua e para a economia de uma forma geral. Em casos extremos, as ações podem, inclusive, perder totalmente seu valor, como é o caso, por exemplo, da liquidação de uma companhia (falência), em que todo o patrimônio seja usado para quitar as dívidas existentes.

Como pode ser observado, o resultado de um investimento em ações depende fundamentalmente da gestão da companhia e das condições gerais da economia. Portanto, esse tipo de investimento é considerado como de renda variável e está sujeito ao risco de mercado inerente aos negócios empresariais e à economia.

A legislação brasileira admite a existência de diferentes espécies e classes de ações e, por isso, alguns direitos, especialmente os relacionados aos dividendos e direitos de voto, podem não ser iguais para todos os acionistas. Abaixo, uma breve descrição das diferentes espécies. Este livro dedica um capítulo a companhias, em que o assunto sobre ações e acionistas será retomado com mais detalhes.

Espécies de Ações

As ações podem ser de diferentes espécies, conforme os direitos que concedem a seus acionistas. O Estatuto Social das companhias define as características de cada espécie de ações, que podem ser:

- ✓ **Ação Ordinária (ON):** Sua principal característica é conferir ao seu titular direito a voto nas Assembleias de acionistas.

- ✓ **Ação Preferencial (PN):** Normalmente, o Estatuto retira dessa espécie de ação o direito de voto. Em contrapartida, concede outras vantagens, tais como prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso de capital. As ações preferenciais podem ser divididas em classes, tais como, classe “A”, “B” etc. Os direitos de cada classe constam do Estatuto Social.

2.1.2. Debêntures

As debêntures são títulos de dívida emitidos por sociedades por ações e que conferem aos seus titulares direitos de crédito contra a companhia emissora. Por definição da Lei 6.385/76, são valores mobiliários.

São instrumentos de captação de recursos no mercado de capitais que as empresas

utilizam para financiar seus projetos ou gerenciar suas dívidas. Os recursos captados pela empresa por meio da distribuição de debêntures podem ter diferentes usos: investimentos em novas instalações, alongamento do perfil das dívidas, financiamento de capital de giro etc.

O investidor que adquire debêntures (ou debenturista), ao disponibilizar seus recursos para serem utilizados pela companhia, faz jus ao recebimento de uma remuneração, conforme condições pré-estabelecidas.

Ao adquirir debêntures, o investidor não está virando sócio da companhia, como acontece com as ações. Na verdade, o debenturista está emprestando dinheiro para a companhia, que se compromete a devolver os valores emprestados e pagar juros por esta operação, conforme prazos e condições previamente combinados.

Desta forma, a debênture é um título de crédito privado de renda fixa em que os debenturistas são credores da empresa e esperam receber juros periódicos e o pagamento do principal – correspondente ao valor unitário da debênture – no vencimento do título ou mediante amortizações, conforme estipulado em um contrato específico chamado “Escritura de Emissão”.

Em regra, a competência para deliberar sobre a emissão de debêntures é privativa da assembleia geral de acionistas, que deverá fixar as condições e critérios da emissão. Entretanto, na companhia aberta, o conselho de administração poderá deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, respeitadas as condições estatutárias. Além disso, o estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a deliberar sobre emissão de debêntures conversíveis em ações, desde que dentro do limite de capital autorizado e respeitadas as condições estabelecidas em lei.

Uma mesma emissão de debêntures pode ter várias séries, de forma a adequar o recebimento dos recursos às necessidades da empresa.

Condições

Na emissão de debêntures, é obrigatória a elaboração de um documento chamado “Escritura de Emissão”, onde são especificados os direitos e deveres dos debenturistas e da emissora.

A escritura de emissão de debêntures distribuídas ou admitidas à negociação no mer-

cado terá obrigatoriamente a intervenção de um “Agente Fiduciário” dos debenturistas, que poderá ser uma pessoa física que atenda aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia, ou instituição financeira que tenha por objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros.

O Agente Fiduciário representa os interesses dos debenturistas, verificando o cumprimento das condições pactuadas na Escritura, além de ser responsável pela elaboração de relatórios de acompanhamento.

Outros agentes também participam da emissão e distribuição das debêntures, tais como a instituição líder, os intermediários contratados, um banco mandatário e escriturador, auditores independentes e consultores legais.

Nas ofertas públicas de distribuição de debêntures (registradas na CVM), todas as informações relativas à emissão são encontradas no Prospecto de Distribuição, o qual é disponibilizado aos investidores durante a oferta. Esse Prospecto deve seguir a Instrução CVM 400/03.

No entanto, as debêntures podem também ser distribuídas na modalidade conhecida como “distribuição com esforços restritos”, conforme a Instrução CVM 476/09, que são sujeitas a regras mais simples. Porém, nessa hipótese, a oferta deverá ser dirigida a no máximo cinquenta investidores qualificados e subscrita por no máximo vinte desses investidores. Além disso, nessa hipótese, há restrições para as negociações.

São considerados investidores qualificados as instituições financeiras, as entidades de previdência, os fundos de investimento destinados a investidores qualificados e as pessoas físicas e jurídicas que possuam investimentos financeiros acima de 300 mil reais e atestem por escrito sua condição de investidor qualificado².

Direitos e resgate

Os debenturistas são credores da Companhia e são remunerados pelo investimento (juros fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia, prêmio etc.), nas condições e prazos definidos na Escritura de Emissão, além da quantia relativa ao valor investido, que pode ser recebida no vencimento ou antes, mediante amortização do valor nominal da debênture.

² Definição de investidor qualificado dada pela Instrução CVM 409/2004

O vencimento da debênture ocorre na data fixada na escritura, que pode variar conforme as condições de emissão, podendo a companhia estipular amortizações parciais de cada série, bem como se reservar o direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos de mesma série. No entanto, há um tipo especial de debênture, chamada de “Perpétua”, que não possui data de vencimento pré-estabelecida e que paga somente os juros, porém por tempo indeterminado.

Caso previsto na Escritura, e com a concordância dos debenturistas e da Companhia, as condições definidas na emissão podem ser repactuadas.

Garantias

A emissão da debênture poderá ser efetuada com ou sem garantias. No caso da emissão com garantia, temos:

- ✓ **Garantia Real:** envolve o comprometimento de bens ou direitos que não poderão ser negociados sem a aprovação dos debenturistas, para que a garantia não fique comprometida.
- ✓ **Garantia Flutuante:** assegura privilégio geral sobre o ativo da emissora, mas não impede a negociação dos bens que compõem esse ativo.

Existem dois tipos de emissões sem garantia: as Quirografárias (debênture sem privilégio) e as Subordinadas. Em ambos os casos, o debenturista não terá nenhuma garantia ou preferência no caso de liquidação da companhia.

Ressalte-se ainda que, em caso de liquidação da companhia, no pagamento de suas obrigações com os credores, as quirografárias precedem às subordinadas.

Conversibilidade

É a possibilidade de as debêntures serem convertidas em ações, podendo ser classificadas como:

- ✓ **Simple:** não podem ser convertidas em ações da companhia emissora;
- ✓ **Conversíveis:** possuem cláusula permitindo que sejam convertidas em ações ao término de prazo determinado ou a qualquer tempo, conforme estabelecido na escritura de emissão.

2.1.3. Bônus de Subscrição

Bônus de subscrição são títulos negociáveis emitidos por sociedades por ações, que conferem aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, o direito de subscrever ações do capital social da companhia, dentro do limite de capital autorizado no estatuto.

Os bônus de subscrição podem ser atribuídos, como vantagem adicional sem custo, aos subscritores de emissões de ações e debêntures. No entanto, a emissão pode também ser alienada, caso em que o investidor terá que pagar um preço por esse direito, para que, em futuras emissões, possa ter a preferência na subscrição.

Em regra, a decisão pela emissão dos bônus de subscrição compete à assembleia-geral, mas o estatuto da companhia pode atribuí-la ao conselho de administração. Os acionistas da companhia têm preferência para subscrever a emissão de bônus.

Os bônus de subscrição não se confundem com os direitos de subscrição. Estes são os direitos que a Lei confere aos acionistas para subscrever ações (ou títulos conversíveis) em novas emissões. Portanto, em uma nova emissão de ações, debêntures conversíveis em ações ou mesmo bônus de subscrição, os acionistas têm preferência para subscrever a emissão por um determinado período. Durante esse período, o direito pode ser negociado, mas, ao fim do prazo estipulado, caso não tenha sido exercido, ele é extinto.

2.1.4. Notas Promissórias

Nota promissória, ou *commercial paper*, é um título de crédito que representa uma promessa de pagamento do emissor (devedor) a determinado favorecido (credor), de certo valor em certa data. É um documento negociável, representativo de uma dívida ou direito a receber. Podem ser emitidas como simples promessa de pagamento de uma dívida, como garantia de contratos de empréstimos, ou também para captação de recursos financeiros pelas empresas.

Nesse sentido, o Conselho Monetário Nacional, pela resolução 1723/90, definiu como valores mobiliários as notas promissórias emitidas por sociedades por ações, destinadas à oferta pública. A Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, editou a Instrução CVM 134/90, que regulamenta a matéria.

Portanto, como valores mobiliários, as notas promissórias são títulos emitidos por

sociedades por ações que conferem a seus titulares direitos de crédito contra a companhia. Diferenciam-se das debêntures especialmente no que se refere ao prazo da emissão: as notas promissórias emitidas por companhias abertas devem ter prazo entre 30 e 360 dias, enquanto as debêntures costumam ter prazos mais longos.

2.1.5. Letra Financeira

A Letra Financeira é um título de crédito de emissão exclusiva de instituições financeiras que consiste em “promessa de pagamento em dinheiro, nominativo, transferível e de livre negociação”, como definido na Lei nº 12.249/2010 e que possui características de um instrumento de captação de médio e longo prazo, como será adiante detalhado.

A crise financeira de 2008 evidenciou o fato de que as instituições financeiras podem sofrer sérias dificuldades de liquidez, capazes de afetar o funcionamento eficiente do mercado financeiro e da economia, especialmente em virtude do descasamento existente entre os seus ativos e passivos. No Brasil, apesar do excelente arcabouço prudencial, isso é ainda mais relevante, uma vez que essas instituições captam recursos a prazo principalmente pela emissão de Certificados de Depósito Bancário (CDB), que na maior parte dos casos possuem liquidez diária. Portanto, na prática, os bancos captam através de instrumentos de curto prazo (CDB) e emprestam a médio e longo prazo (financiamentos e empréstimos), causando um descasamento de prazos e dificultando a gestão da liquidez dos negócios da instituição, sobretudo em momentos de crise no mercado.

Esse risco poderia ser reduzido com a utilização de instrumento que permita às instituições financeiras captar recursos de médio e longo prazo, que lhes propicie gerenciar mais adequadamente, e com segurança jurídica, a sua liquidez. Essa foi a principal motivação para a criação da Letra Financeira, e demonstra a importância desse novo instrumento para o financiamento de projetos de longo prazo e para a promoção da estabilidade do sistema financeiro.

Estão autorizados a emitir Letra Financeira: os bancos múltiplos, os bancos comerciais, os bancos de desenvolvimento, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as caixas econômicas, as companhias hipotecárias, as sociedades de crédito imobiliário e o BNDES.

A Letra Financeira não pode ser emitida com valor unitário inferior a R\$ 300.000,00 (se contiver cláusula de subordinação) ou R\$ 150.000,00 (se não contiver cláusula de

subordinação), e deve ter prazo mínimo de 24 meses para o vencimento, vedado o resgate, total ou parcial, antes do vencimento pactuado.

Devido às suas características, a Letra Financeira apresenta contornos semelhantes aos das debêntures, razão pela qual é informalmente chamada de “debênture dos bancos”, já que essas instituições financeiras não podem emitir tais títulos.

2.2. Fundos de Investimento

Fundos de Investimento são condomínios constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes. Constituem-se num mecanismo organizado, com a finalidade de captar e investir recursos no mercado financeiro, transformando-se numa forma coletiva de investimento, com vantagens, sobretudo, para o pequeno investidor individual.

Os Fundos, por meio da emissão de cotas, reúnem aplicações de vários indivíduos para investimento em carteiras de ativos financeiros disponíveis nos mercados financeiro e de capitais. As cotas dos fundos são valores mobiliários, conforme Lei 6.385/76.

Em virtude da diversidade de ativos financeiros existentes, os fundos de investimento são divididos em categorias, conforme os tipos de ativos que poderão compor sua carteira, o que facilita a identificação do perfil de investimento do fundo. Os fundos são regidos por um regulamento e têm na assembleia-geral seu principal fórum de decisões.

Este livro possui um capítulo dedicado aos fundos de investimento, em que as suas principais características serão estudadas.

2.3. Clubes de Investimento

Clube de Investimento é uma comunhão de recursos de no mínimo 3 e no máximo 50 pessoas físicas, para investimento em títulos e valores mobiliários. É, portanto, um instrumento de investimento coletivo no mercado de capitais, porém mais restrito que um Fundo de Investimento.

Os clubes foram planejados para ser uma forma de introdução do pequeno investidor ao mercado de capitais. Para isso, foram desenvolvidas normas de constituição e funcionamento mais simples e flexíveis, como a dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários. Além disso, a gestão da carteira do clube pode ser realizada por um ou mais cotistas, eleitos pela assembleia geral, observadas algumas vedações da norma. Dessa forma, ao permitirem um maior envolvimento do cotista, os clubes de investimento facilitam o aprendizado sobre as técnicas de gestão de carteira e da dinâmica do mercado.

Por outro lado, para evitar que mecanismos de investimento com características mais parecidas com fundos venham a se constituir como clube exclusivamente para se eximir de certas exigências regulamentares, o que poderia colocar o investidor em risco, estabeleceram-se algumas salvaguardas nas normas dos clubes, como o já citado limite ao número de cotistas do clube.

O Clube de Investimento tem critérios para a escolha das ações que farão parte da sua carteira. Esses critérios são conhecidos como “política de investimento” e são usados para escolher as ações que comporão a carteira do Clube.

Os clubes são utilizados, em geral, por grupos de amigos, familiares, colegas de trabalho ou pessoas com objetivos comuns, como forma de aplicação em conjunto das suas economias no mercado de capitais. Os grupos podem reunir-se periodicamente para debater as melhores oportunidades de investimento, permitindo a participação, o controle e o aprendizado por todos.

O clube deve ser administrado por sociedade corretora, sociedade distribuidora, banco de investimento ou banco múltiplo com carteira de investimento, que é responsável pelo conjunto de atividades e de serviços relacionados direta e indiretamente ao seu funcionamento e manutenção.

Assim como nos fundos, o patrimônio do clube de investimento é dividido em cotas. Essas cotas são valores mobiliários, conforme estabelecido na Lei 6.385/76, estando, assim, sujeitas à regulamentação da comissão de valores mobiliários.

Ao aplicar seus recursos em um clube, portanto, o investidor se torna um cotista. O retorno dependerá da valorização das cotas, o que, por sua vez, dependerá da valorização dos ativos que compõem a carteira do clube.

O clube só pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem requerer o resgate de suas cotas, de acordo com as condições estabelecidas no estatuto. O seu funcionamento obedece a normas da CVM, da BM&FBOVESPA e a um estatuto social próprio, que determina seus principais aspectos e só pode ser alterado, salvo algumas exceções, por decisão dos participantes em assembleia geral, que têm poderes para decidir sobre todas as matérias relativas aos interesses do clube.

A gestão da carteira do clube pode ser realizada por um administrador membro do próprio clube, eleito pela assembleia geral, ou por pessoas naturais ou jurídicas contratadas, desde que previamente autorizados a exercer a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM.

A carteira dos clubes de investimento deve ser composta por, no mínimo, 67% em ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis em ações de emissão de companhias abertas, recibos de subscrição, cotas de fundos de índices de ações negociados em mercado organizado e certificados de depósitos de ações, respeitadas as regras emitidas pela CVM e pelas entidades administradoras de mercados organizados. Nenhum cotista pode ser titular de mais de 40% do total das cotas do clube.

2.4. Brazilian Depositary Receipts

Brazilian Depositary Receipts (BDRs), ou certificado de depósito de valores mobiliários, é um valor mobiliário emitido no Brasil que representa outro valor mobiliário emitido por companhias abertas (ou assemelhadas) com sede no exterior. A instituição que emite o BDR no Brasil é chamada de instituição depositária.

A regulamentação dos BDRs é dada pela Instrução CVM 332/2000, que classifica os programas de BDRs nos níveis I, II e III e determina a necessidade de registro na CVM. Os níveis são definidos conforme as características de divulgação de informações, distribuição e negociação, e a existência, ou não, de patrocínio das empresas emissoras dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito.

- ✓ Instituição custodiante: a instituição, sediada no país em que são negociados os valores mobiliários, autorizada por órgão similar à CVM a prestar serviços de custódia.

- ✓ Instituição depositária: a instituição que emitir, no Brasil, o correspondente certificado de depósito, com base nos valores mobiliários custodiados no exterior.
- ✓ Empresa patrocinadora: a companhia aberta ou assemelhada, com sede no exterior, emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, e que esteja sujeita à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM.

O que é um Programa de BDR?

Uma instituição depositária adquire, no exterior, ações de uma companhia emissora e os mantém em conta de custódia. Em seguida registra na CVM um programa para distribuição dos BDR, os certificados de depósito de ações que, apesar de negociados no Brasil, representam ações de uma empresa no exterior. A instituição depositária deve cumprir as exigências específicas do tipo de programa e comprometer-se a divulgar as informações exigidas nas normas, conforme o nível de classificação do programa.

Considera-se patrocinado o programa de BDR instituído por uma única instituição depositária, contratada pela própria companhia emissora dos valores mobiliários objeto do certificado. Por outro lado, o programa não patrocinado é aquele instituído pela instituição depositária sem um acordo com a companhia estrangeira emissora.

BDR Nível I

Os BDRs Patrocinados nível I são dispensados do registro de companhia na CVM e podem ser negociados apenas em mercados de balcão não organizado ou em segmentos específicos de BDRs nível I em mercados de balcão organizado ou bolsa de valores.

A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, todas as informações que a companhia emissora está obrigada a divulgar em seu país de origem, além de:

- ✓ fatos relevantes e comunicações ao mercado;
- ✓ aviso de disponibilização das demonstrações financeiras no país de origem;
- ✓ editais de convocação de assembleias;
- ✓ avisos aos acionistas;
- ✓ deliberações das assembleias de acionistas e das reuniões do conselho de ad-

ministração, ou de órgãos societários com funções equivalentes, de acordo com a legislação vigente no país de origem; e

✓ demonstrações financeiras da companhia, sem necessidade de conversão em reais ou de conciliação com as normas contábeis em vigor no Brasil.

Os BDRs patrocinados nível I só podem ser adquiridos no Brasil por instituições financeiras, fundos de investimento, administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM (em relação aos seus próprios recursos), entidades fechadas de previdência complementar, empregados da empresa patrocinadora ou de outra empresa integrante do mesmo grupo econômico e pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1.000.000, conhecidos no mercado como “investidores superqualificados”.

BDR Níveis II e III

Os BDRs patrocinados nível II e III caracterizam-se por exigir registro da companhia emissora na CVM e serem admitidos à negociação em mercados de balcão organizado ou bolsa de valores. A diferença entre eles é que o BDR patrocinado nível III é registrado na hipótese de distribuição pública simultânea no exterior e no Brasil.

O emissor estrangeiro que patrocine programa de certificados de depósito de ações, BDR Níveis II ou III, deve obter o registro na categoria A, conforme as regras da Instrução CVM 480/2009, que dispõe sobre o registro de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados regulamentados. Além disso, a mesma norma estabelece algumas regras especiais para os emissores de ações que lastreiem BDRs.

A mesma estabelece que não são considerados estrangeiros os emissores que tenham sede no Brasil ou cujos ativos localizados no Brasil correspondam a 50% ou mais daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação.

Entretanto, os emissores registrados na CVM como estrangeiros antes de 31 de dezembro de 2009 ficaram dispensados da comprovação desse enquadramento para fins de registro de oferta pública de distribuição de BDR e programas de BDR.

BDR Não Patrocinado

A regulamentação prevê ainda a existência do BDR não patrocinado, que é o progra-

ma instituído por uma ou mais instituições depositárias emissoras de certificado no Brasil, sem um acordo com a companhia estrangeira emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, somente admitindo negociação nos moldes do BDR Patrocinado Nível I.

Depositary Receipts: Outros Mercados

Assim como é possível a emissão e a negociação no Brasil de certificados representativos de valores mobiliários de emissores estrangeiros, os BDRs, também é possível a emissão e a negociação no exterior de certificados representativos de valores mobiliários emitidos por emissores brasileiros.

Os DRs, *Depositary Receipts*, são certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações, emitidos no exterior por instituição depositária, com lastro em valores mobiliários depositados em custódia específica no Brasil. São regulamentados pela Resolução CMN nº 1.289/87 e pela Instrução CVM nº 317/99.

Da mesma forma, diversos emissores no exterior também desenvolvem programas semelhantes, de maneira que, em cada mercado, os certificados negociados podem representar emissores de vários Países. De acordo com o mercado em que são negociados, os DRs recebem nomenclaturas específicas. Por exemplo, os ADRs, *American Depositary Receipts*, são negociados nos Estados Unidos, com lastro em ações de emissão de empresas não norte-americanas.

2.5. Certificado de Recebíveis Imobiliários

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são títulos de crédito nominativos, escriturais e transferíveis, lastreados em créditos imobiliários. Estão previstos na Lei 9.514/97, que disciplina o Sistema de Financiamento Imobiliário.

Conforme a Lei, o CRI é de emissão exclusiva de companhias securitizadoras de recebíveis imobiliários, definidas como instituições não financeiras, constituídas sob a forma de sociedade por ações, que têm por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com a sua atividade.

Securitizar é transformar créditos a receber – como os provenientes das vendas a prazo nas atividades comerciais, financeiras ou prestação de serviços – em títulos negociáveis no mercado. O Certificado de Recebível Imobiliário, portanto, é uma securitização de direitos creditórios originados nos financiamentos imobiliários.

A securitização pode ser estruturada em diferentes formatos. Em uma possível forma, o processo se inicia com um financiamento imobiliário, em que determinado cliente assume a obrigação de uma dívida. Essa dívida origina direitos creditórios à instituição financiadora. Em seguida, cria-se uma estrutura de securitização, como uma companhia securitizadora, que adquire os direitos creditórios com um desconto e os vincula à emissão de uma série de CRIs, que são lançados no mercado para captação de recursos junto aos investidores.

O banco, ao receber os pagamentos dos clientes, repassa esses valores à securitizadora, que, por sua vez, os utiliza para pagamento aos investidores dos CRIs. Todas as condições, assim como as características da operação, são lavradas em um termo de securitização.

O Conselho Monetário Nacional, pela resolução CMN 2.517/98, expressamente considerou os CRIs como valores mobiliários e, portanto, sujeição à regulamentação e fiscalização da CVM. A Instrução CVM 414/2004 estabeleceu regras para o registro de companhia aberta das sociedades securitizadoras de créditos imobiliários, assim como para as ofertas públicas desses valores mobiliários.

2.6. Certificados de Potencial Adicional de Construção

Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC) estão previstos na Lei 10.257/2001, que estabelece diretrizes gerais da política urbana. Tal Lei dispõe sobre a possibilidade de lei municipal específica delimitar área para aplicação de operações urbanas consorciadas (OUC), definidas como “conjunto de intervenções e medidas coordenadas pelo poder público municipal, com a participação dos proprietários, moradores, usuários permanentes e investidores privados, com o objetivo de alcançar em uma área transformações urbanísticas estruturais, melhorias sociais e a valorização ambiental”.

Nas OUC poderão ser previstas, como forma de atrair investimentos privados, entre outras medidas, a modificação de índices e características de parcelamento, uso e ocupação do solo e subsolo, bem como alterações das normas de edificações, considerado o impacto ambiental delas decorrente, ou a regularização de construções, reformas ou ampliações executadas em desacordo com a legislação vigente. Ou seja, criam-se direitos de construir ou utilizar imóveis acima dos padrões previstos pela legislação vigente de uso e ocupação do solo ou regularizar obras em desacordo com esses padrões. Esses direitos são chamados de Direitos Adicionais de Construção.

Os municípios podem conceder esses direitos a interessados mediante o pagamento de uma contraprestação, representada pela aquisição de um certificado, o Certificado de Potencial Adicional da Construção, ou CEPAC.

Assim, a emissão de CEPAC é uma alternativa do município para captação de recursos a serem aplicados em investimentos públicos de revitalização ou reestruturação de determinada área da cidade. Os investidores privados fornecedores dos recursos recebem, em contrapartida, os direitos adicionais de construção, representados pelo certificado e estruturados e delimitados na lei específica que instituir as OUC.

Decisão do Colegiado da CVM, em 2003, entendeu que, quando ofertados publicamente, os CEPAC são caracterizados como valores mobiliários e, portanto, sujeitos à regulamentação e fiscalização da autarquia. No mesmo ano, a CVM editou a Instrução CVM 401, que regulamenta o registro, a distribuição e a negociação dos CEPAC.

Conforme a instrução, nenhum CEPAC pode ser distribuído no mercado sem prévio registro na CVM da operação a que estiver vinculado. Além disso, deve haver a emissão de prospecto, contendo os dados básicos da operação e a quantidade de CEPAC para alienação. O Município, em conjunto com a instituição líder da distribuição poderá requerer o registro de distribuição pública para realização do leilão de CEPAC.

Interessante notar que os CEPAC não geram direito de crédito e nem de participação contra o município emissor. Geram tão somente o direito inerente ao certificado, que pode ser repassado ou utilizado dentro das condições do plano que o criou. Ou seja, não são nem títulos de dívida e nem de capital. Os CEPAC são valores mobiliários com características bastante peculiares.

2.7. Contratos de Investimento Coletivos

O contrato de investimento coletivo pode ser entendido como o instrumento utilizado para captação de recursos dos investidores, para aplicação em determinado empreendimento, a ser implantando e gerenciado exclusivamente pelo empreendedor, com a promessa de distribuir entre os investidores os lucros do empreendimento.

Conforme inciso IX, artigo 2º, da Lei 6.385/76, são valores mobiliários, “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Esta definição foi incluída em 2001, pela Lei 10.303. Com essa alteração, pode-se dizer que os conceitos de valor mobiliário e contrato de investimento coletivo ficaram bastante próximos, embora não representem a mesma coisa. A adoção de um conceito mais amplo para valor mobiliário e, especialmente, a citação expressa a contrato de investimento coletivo, foi realizada justamente para submeter tais contratos ao poder de regulamentação e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários.

Essas alterações foram necessárias porque, na falta de clareza na regulamentação para esses contratos, algumas ofertas de investimentos coletivos vinham sendo realizadas no mercado sem qualquer tipo de registro ou acompanhamento. Os investidores, chamados de parceiros, aplicavam seus recursos em empreendimentos com a promessa de receberem parte dos lucros em prazo determinado. Entretanto, por falta de acompanhamento e fiscalização, vários empreendimentos mostraram-se incapazes de gerar os lucros inicialmente prometidos, causando prejuízos a milhares de investidores.

A partir da nova regulamentação, os contratos de investimento coletivos passaram a se sujeitar à regulamentação e à fiscalização da CVM, que passou a exigir o registro dos emissores e das distribuições públicas, com todas as regras de divulgação de informações daí decorrentes, permitindo maior transparência para os investidores.

2.8. Outros Investimentos

A seguir serão listados alguns investimentos que, apesar de não serem valores mobiliários, são bastante conhecidos. Como eles não estão diretamente ligados ao Mercado de Capitais, estão fora do objetivo principal deste livro, motivo pelo qual serão abordados de forma bastante breve.

2.8.1. Poupança

A Caderneta de Poupança, ou somente Poupança, é o tipo de investimento considerado mais tradicional e seguro. Permite que investidores mais conservadores apliquem seus recursos sem correr grandes riscos, embora eles existam. Quase todos os bancos comerciais oferecem essa modalidade de investimento e não é preciso ser correntista para investir.

Tradicionalmente, o rendimento da poupança sempre foi determinado pela variação da TR (Taxa Referencial) mais juros de 0,5% ao mês. Entretanto, as regras sofreram alteração em 04 de maio de 2012. Os depósitos realizados a partir dessa data, têm rendimento vinculado à meta da taxa Selic determinada pelo Banco Central do Brasil. Se a meta para taxa básica de juros da economia for superior a 8,5%, vale a regra antiga. Por outro lado, se a meta Selic for igual ou menor que 8,5%, os juros da caderneta de poupança são reduzidos para 70% da Selic mais a TR.

2.8.2. CDB

O Certificado de Depósito Bancário (CDB) e o Recibo de Depósito Bancário (RDB) são títulos de renda fixa emitidos por bancos, nos quais o investidor “empresta” dinheiro para o banco e recebe em troca o pagamento de juros desse empréstimo. Ou seja, esses tipos de investimento envolvem uma promessa de pagamento futuro do valor investido, acrescido da taxa pactuada no momento da transação.

A diferença entre o CDB e o RDB é que o primeiro pode ser negociado antes do vencimento enquanto o segundo é inegociável e intransferível.

No caso do CDB, a negociação antes do vencimento implica a perda de parte da remuneração (devolução com deságio). Já o RDB pode ser rescindido em caráter excepcional desde que haja concordância com a instituição depositária. Nesse caso

o valor investido é devolvido sem os juros.

2.8.3. Letra de Crédito Imobiliário e Letra Hipotecária

Letras de Crédito Imobiliário (LCI) são títulos de renda fixa emitidos por instituições financeiras, que conferem aos seus titulares direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária. As LCIs devem ser lastreadas por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária de coisa imóvel e só podem ser emitidos por Bancos Comerciais, Sociedades de Crédito Imobiliário, Bancos Múltiplos com carteira de crédito imobiliário, Companhias Hipotecárias, Caixa Econômica Federal, Associações de Poupança e Empréstimo e demais espécies de instituições financeiras que venham a ser autorizadas pelo Banco Central do Brasil a realizar operações de crédito imobiliário.

Letras Hipotecárias (LH) são títulos de crédito garantidos por créditos hipotecários, emitidos por instituições financeiras autorizadas a conceder créditos hipotecários, que conferem a seus titulares direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nelas estipulados.

Portanto, a diferença entre esses dois instrumentos financeiros está relacionada às instituições que podem emití-los e aos créditos que podem ser utilizados como lastro para as emissões.

2.8.4. Títulos Públicos

Os Títulos Públicos são emitidos pelo Governo Federal com o objetivo de captar recursos para o financiamento da dívida pública e das atividades governamentais (educação, saúde, etc.). O órgão responsável pela emissão e controle dos títulos e pela administração da dívida mobiliária federal é a Secretaria do Tesouro Nacional.

Há uma grande variedade de títulos públicos, cada um com características próprias em termos de prazos (vencimentos) e rentabilidade. Atualmente, o investidor conta com o serviço Tesouro Direto³ através do qual é possível comprar diretamente, pela internet, Títulos Públicos Federais do Tesouro Nacional.

³ www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto



3

FUNDOS DE
INVESTIMENTO

3. Fundos de Investimento

Fundo de Investimento é uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em títulos e valores mobiliários. Esses recursos são usados para comprar bens (títulos) que são de todos os investidores, na proporção de seus investimentos. Seu objetivo, portanto, é promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes.

A indústria de fundos no Brasil possui um volume de investimento bastante significativo, com mais de 2 trilhões de reais distribuídos em um total de mais de 14.000 fundos de investimentos.

As Cotas

Um fundo é organizado sob a forma de condomínio e seu patrimônio é dividido em cotas, cujo valor é calculado diariamente por meio da divisão do patrimônio líquido pelo número de cotas existentes. Uma cota é uma fração de um fundo. A soma de todas as cotas dos investidores resulta no valor do patrimônio de um fundo de investimento.

Quando o investidor aplica seu dinheiro em um fundo, ele está adquirindo uma determinada quantidade de cotas, cujo valor é diariamente apurado pela instituição que administra o fundo.

Para calcular o quanto você obteve de rendimento, basta dividir o valor atual da cota pelo valor da cota do dia da aplicação. Para apurar o valor atual do investimento, multiplique a quantidade de cotas que você possui pelo seu valor no dia.

Portanto, o valor da cota se altera diariamente, conforme o rendimento do fundo, mas a quantidade de cotas que um investidor possui é sempre a mesma, a menos que:

- ✓ Seja feito um resgate pelo investidor (sua quantidade de cotas diminui);
- ✓ Seja feita uma nova aplicação (um novo montante de cotas está sendo adquirido);
- ✓ Seja recolhido o Imposto de Renda (o sistema “come-cotas”, que será visto mais à frente). Neste caso, o valor devido de IR é abatido em quantidade de cotas.

A entrada de um novo cotista não altera a posição dos demais cotistas do fundo, que continuam com o mesmo número e valor das cotas que possuíam antes. A entrada do novo investidor implica somente a criação de novas cotas e o aumento do patrimônio do fundo.

O cálculo do valor da cota é feito utilizando a seguinte fórmula:

$$\frac{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}{\text{NÚMERO DE COTAS EXISTENTES}} = \frac{\text{VALOR DOS ATIVOS}^* - \text{DESPESAS DO FUNDO}^*}{\text{NÚMERO DE COTAS EXISTENTES}} = \text{VALOR DA COTA}$$

- * Valor dos Ativos - Compõe a carteira de fundo naquela data (Títulos, ações, dólar, etc)
- * Despesas do fundo - Como taxa de administração

3.1. Vantagens e Desvantagens

Existem alguns motivos que podem levar alguém a investir com a ajuda de um fundo: você conta com gestão profissional para o seu dinheiro, tem acesso à uma estratégia de diversificação a custos menores, podendo ter uma carteira de investimento que você não conseguiria montar sozinho. O investidor tem ainda a vantagem de conseguir resgatar rapidamente o seu dinheiro.

Os fundos de investimento possibilitam que investidores de perfil similar, com objetivo, estratégias e tolerância a risco parecidos, concentrem recursos para aumentar seu poder de negociação e diluir os custos de administração, além de contarem com profissionais especializados, dedicados exclusivamente à gestão dos recursos.

Por outro lado, as desvantagens das aplicações em Fundos de Investimento estão muito associadas ao fato do investidor delegar a terceiros a administração de seus recursos: falta de autonomia na tomada de decisão, submissão a regras previamente estabelecidas e à vontade da maioria dos cotistas, entre outras.

Gestão Profissional

Quando você coloca dinheiro no fundo, está entregando suas economias para um gestor profissional. Esses especialistas são treinados para escolher aplicações e monitorar o mercado diariamente, avaliando as melhores opções de investimento. Para pessoas que não possuem grande conhecimento do mercado ou que não tenham interesse ou tempo para se especializar no assunto, pode ser uma boa opção contar com essa ajuda profissional.

Diversificação

A maior parte dos fundos possui muitos títulos diferentes em sua carteira. Essa variação depende da classe do fundo. De qualquer forma, ainda que possuam títulos da mesma natureza, muitas vezes os gestores procuram utilizar diferentes prazos de vencimento e diferentes emissores. É o famoso “evitar colocar todos os ovos em uma única cesta”. Se acontecer algo errado com alguma aplicação, as outras que derem certo podem compensar ou minimizar essa perda. Ou seja, o fundo permite que você diversifique seus investimentos, apesar de estar realizando a aplicação em um único produto. É claro que você poderia fazer isso sozinho, colocando seus recursos em vários tipos diferentes de aplicações, mas isso poderia implicar em um custo muito alto ou ser inviável caso o valor a ser aplicado seja pequeno.

Acesso a Outros Mercados

A aplicação em conjunto pode permitir que o investidor acesse mercados que não poderiam ser alcançados de forma individual. Alguns investimentos podem exigir uma aplicação mínima alta. Isso deve-se, principalmente, ao investimento mínimo exigido por alguns tipos de investimentos.

Custos Menores

O fundo ajuda a reduzir custos de transação. Manter um conjunto grande de aplicações e ajustar suas escolhas sempre têm custos: você precisa aplicar e resgatar recursos em vários momentos, comprar e vender ações, títulos e outros tipos de investimentos.

No caso do fundo, assim como acontece no condomínio de um prédio residencial ou comercial, os custos são diluídos porque são divididos por todos os investidores. Um exemplo disso é um gestor: um investidor sozinho, provavelmente, não conseguiria contratar um profissional que se dedicasse a cuidar todos os dias dos seus investi-

mentos. Por outro lado, milhares de investidores juntos no fundo conseguem fazer isso pagando uma taxa que serve, entre outras coisas, para remunerar estes profissionais que cuidarão dos recursos.

Facilidade de Resgate

Quando uma pessoa aplica seus recursos, ela normalmente tem um plano para aquele dinheiro. Imagine que você planejava algo, mas um imprevisto ocorreu e você precisa do dinheiro antes do que esperava. Dependendo do tipo de investimento que você fez, você poderá demorar um pouco para conseguir resgatar o dinheiro – imagine se você tivesse optado por comprar um imóvel e tivesse que vendê-lo, por exemplo.

O fundo oferece a vantagem de você conseguir resgatar seus recursos rapidamente. O prazo para recebimento pode variar conforme o tipo e o regulamento de cada fundo, mas na maioria deles o resgate é pago no mesmo dia ou em poucos dias após o pedido de resgate.

3.2. Fundos Abertos, Fechados e Exclusivos

Os fundos de investimento podem ser organizados sob a forma de condomínios abertos, normalmente constituídos para existir por tempo indeterminado, ou condomínios fechados, que podem ter tempo de duração predeterminado.

Nos fundos abertos é permitida a entrada de novos cotistas ou o aumento da participação dos antigos por meio de novos investimentos, assim como é permitida a saída de cotistas, por meio de resgates de cotas, isto é, a venda de ativos do fundo para a entrega do valor correspondente ao cotista que efetuou o resgate, total ou parcial, de suas cotas.

Já nos fundos fechados, a entrada e a saída de cotistas a qualquer momento não é permitida. Após o período de captação de recursos pelo fundo, não são admitidos novos cotistas nem novos investimentos pelos antigos cotistas (embora possam ser abertas novas fases de investimento, conhecidas no mercado como “rodadas de investimento”). Ou seja, existem períodos bem definidos durante os quais o fundo “abre para captação”.

Como não é admitido o resgate de cotas por decisão do cotista, ele tem que vender

suas cotas a terceiros se quiser receber o seu valor antes do encerramento do fundo. Por este motivo, diversos fundos fechados passaram a ser negociados em mercados organizados de bolsa ou balcão, facilitando a “revenda” das cotas a outros investidores interessados.

A bolsa de valores, como será visto em capítulo posterior, oferece um ambiente de negociação que facilita o encontro entre compradores e vendedores de ativos, além de oferecer transparência nos preços das ofertas e segurança no processo de liquidação.

Os Fundos Exclusivos são fundos de investimento constituídos para receber aplicações de um único cotista. Oferecem uma gestão bastante personalizada dos recursos e normalmente são disponibilizados pelos administradores apenas a clientes que possuem alto volume de recursos disponíveis para aplicação. Além disso, o investidor pode conseguir algumas vantagens tributárias, pois a incidência do imposto de renda normalmente ocorre apenas no resgate das cotas pelo investidor, ainda que sejam realizadas diversas operações de compra e venda de ativos pelo fundo. Ou seja, ao contrário do que acontece com um investidor pessoa física, o fundo pode vender um ativo e comprar outro sem pagar imposto de renda no momento da operação, ainda que tenha havido ganho de capital.

3.3. Negociação em Bolsa de Valores

Os fundos também podem ser negociados em bolsa de valores, de maneira parecida com o que ocorre com uma ação. Esta situação é comum para fundos fechados, pois como o investidor não pode solicitar ao administrador o resgate do investimento, a negociação em bolsa foi uma forma encontrada para que esses investidores pudessem “sair” do seu investimento.

O exemplo mais comum são os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), mas também há Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e Fundos de Investimento em Participações (FIP) negociados em bolsa.

Há outro tipo de fundo que, apesar de não ser um fundo fechado, foi desenhado especificamente para ser negociado em bolsa de valores: os Fundos de Índice (ou

ETF, Exchange Traded Funds). Todo estes fundos serão vistos com mais detalhes nas próximas seções.

3.4. Tipos de Fundos

Os fundos de investimento são classificados principalmente quanto aos ativos nos quais eles estão autorizados a investir seu patrimônio.

3.4.1. Fundos de Curto Prazo

Devem investir seus recursos, exclusivamente, em títulos públicos federais ou privados de baixo risco de crédito com prazo máximo a decorrer de 375 dias e prazo médio da carteira de, no máximo, 60 dias.

Estes fundos têm a rentabilidade geralmente está associada às taxas SELIC ou CDI e são considerados mais conservadores quanto ao risco, sendo compatíveis com objetivos de investimento de curto prazo, pois suas cotas são menos sensíveis às oscilações das taxas de juros.

3.4.2. Fundos Referenciados

Devem acompanhar a variação do indicador de desempenho (*benchmark*) definido em seu objetivo, mantendo, cumulativamente:

- ✓ no mínimo, 95% de sua carteira composta por ativos que acompanhem referido indicador; e
- ✓ 80%, no mínimo, do seu patrimônio líquido, em títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil ou em ativos financeiros de renda fixa considerados de baixo risco de crédito.

Além disso, podem utilizar derivativos apenas com o objetivo exclusivo de proteção (*hedge*), sem permitir alavancagem.

Dentre os referenciados, o fundo mais popular é o DI, cujo objetivo de investimento é acompanhar a variação diária das taxas de juros no mercado interbancário (CDI).

Como este tipo de fundo procura acompanhar a variação das taxas de juros, pode se beneficiar de um cenário de alta dessas taxas.

3.4.3. Fundos de Renda Fixa

Os Fundos de Renda Fixa devem ter como principal fator de risco a variação da taxa de juros e/ou de índice de preços. Devem aplicar pelo menos 80% de seus recursos em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe. Podem utilizar derivativos tanto para proteção da carteira quanto para alavancagem.

Nos fundos de Renda Fixa a rentabilidade pode ser beneficiada pela inclusão, em carteira, de títulos que apresentem maior risco de crédito, como os títulos privados.

3.4.4. Fundos de Ações

São também chamados de fundos de renda variável e devem investir, no mínimo, 67% de seu patrimônio em ações negociadas em bolsa ou mercado de balcão organizado e em outros valores mobiliários relacionados a ações. Alguns fundos deste tipo têm como objetivo de investimento acompanhar ou superar a variação de um índice do mercado acionário, tal como o Ibovespa.

Como seu principal fator de risco é a variação nos preços das ações que compõem sua carteira, podem ser compatíveis com objetivos de investimento de longo prazo e que suportem uma maior exposição a riscos em troca de uma expectativa de rentabilidade mais elevada.

3.4.5. Fundos Cambiais

Devem manter, no mínimo, 80% de seu patrimônio investido em ativos que sejam relacionados, direta ou indiretamente (via derivativos), à variação de preços de uma moeda estrangeira, ou a uma taxa de juros denominada cupom cambial. Os mais conhecidos são os chamados Fundos Cambiais Dólar, que buscam acompanhar a variação de cotação da moeda americana. Geralmente o crédito do resgate se dá no dia seguinte ao da solicitação.

3.4.6. Fundos de Dívida Externa

Devem aplicar, no mínimo, 80% de seu patrimônio em títulos representativos da dí-

vida externa de responsabilidade da União e podem utilizar derivativos, negociados no Brasil ou não, com o objetivo exclusivo de proteção. Os 20% restantes podem ser aplicados em outros títulos de crédito transacionados no exterior.

Os títulos componentes de sua carteira são mantidos fora do país. Para o investidor no Brasil, este fundo é uma forma ágil e de baixo custo operacional para aplicar em papéis do governo brasileiro negociados no exterior.

3.4.7. Fundos Multimercado

Devem apresentar política de investimento que envolva vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial, podendo investir em ativos de diferentes mercados – como renda fixa, câmbio e ações – e utilizar derivativos tanto para alavancagem quanto para proteção da carteira.

Considerados os fundos com maior liberdade de gestão, buscam rendimento mais elevado em relação aos demais, mas também apresentam maior risco, sendo, portanto, compatíveis com objetivos de investimento que, além de procurar diversificação, tolerem uma grande exposição a riscos na expectativa de obter uma rentabilidade mais elevada.

3.4.8. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

Também conhecido como Fundos de Recebíveis, destina-se exclusivamente a investidores qualificados e pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto ou fechado.

São considerados investidores qualificados as instituições financeiras, as entidades de previdência, os fundos de investimento destinados a investidores qualificados e as pessoas físicas e jurídicas que possuam investimentos financeiros acima de 300 mil reais e atestem por escrito sua condição de investidor qualificado.¹

O FIDC destina parcela preponderante de seu patrimônio líquido para aplicação em direitos creditórios, que são direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. Ele pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto ou fechado. Somente pode aceitar aplicações de investidores qualificados, em montante mínimo de R\$ 25 mil.

¹ Definição de investidor qualificado dada pela Instrução CVM 409/2004

O funcionamento do fundo e a distribuição de cotas (esta última, em se tratando de condomínio fechado) dependem de registros prévios na CVM. Para negociação, as cotas de fundo fechado deverão ser registradas em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, cabendo aos intermediários assegurar a aquisição por investidores qualificados, além da aplicação mínima de 25 mil reais por investidor exigida pelas normas.

As cotas do FIDC poderão ter dois níveis de classe – sênior ou subordinada – cuja principal diferença é a prioridade na amortização e resgate. Ou seja, em caso de perdas no fundo decorrentes, por exemplo, de inadimplência proveniente dos direitos creditórios, as cotas subordinadas funcionam como um colchão, sendo as primeiras a absorver os prejuízos e protegendo, ao menos em parte, as cotas seniores.

As cotas seniores de fundos fechados, por sua vez, podem ainda ser subdivididas em séries, diferenciadas por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração. Aos cotistas de uma mesma série, no entanto, deverão ser assegurados os mesmos direitos e obrigações. Cada classe ou série de cotas destinada à colocação pública deverá ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no país.

O fundo não admite afetação do patrimônio, de forma que cada cota corresponderá a uma fração ideal do patrimônio, não havendo correspondência com nenhum ativo ou grupo de ativos que compõem a carteira. A remuneração dos cotistas seniores, com base no benchmark do fundo, poderá ser complementada pelas cotas subordinadas, e até o limite destas, sendo proibida por legislação a promessa de rendimento predeterminado aos condôminos.

3.4.9. Fundo de Investimento Imobiliário (FII)

O fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, tais como a construção e a aquisição de imóveis para posterior comercialização ou a aquisição de imóveis prontos para auferir renda de locação.

Além disso, é também permitido aos fundos imobiliários a aquisição de títulos e valores mobiliários relacionados a empreendimentos imobiliários, como letras de crédito imobiliário, certificados de recebíveis imobiliários, certificados de potencial adicional de construção, entre outros.

Por ser constituído sob a forma de condomínio fechado, o cotista do FII não pode solicitar o resgate de suas cotas, o que só pode ocorrer em caso de liquidação do fundo

deliberada pela assembleia geral de cotistas ou no término do prazo de duração dos fundos que funcionam com prazo determinado.

Como as cotas dos FII não são resgatáveis, a única forma de se desfazer do investimento é vender as cotas para outro investidor, de forma semelhante ao que ocorre quando investimos em ações de companhias abertas. Em virtude disso, quase todos esses fundos têm as cotas registradas para negociação em mercado de bolsa de valores ou de balcão organizado, com as operações realizadas pelos investidores através de uma corretora ou distribuidora de valores mobiliários.

Destaca-se que, apesar de ser titular (“dono”) das cotas do fundo, o cotista de um FII não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo. Por outro lado, ele também não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual do administrador ou relativa aos imóveis integrantes do fundo.

Rendimentos e Tributação dos Fundos Imobiliários

Os principais rendimentos obtidos pelos FII vêm do recebimento de aluguéis, dos juros dos títulos imobiliários investidos e do ganho de capital obtido na venda dos direitos reais sobre bens imóveis. A maioria dos fundos distribui os rendimentos mensalmente, em virtude da legislação tributária.

Apesar de muitos FII distribuírem rendimentos mensalmente, não podemos considerar o investimento em FII como de renda fixa. Não apenas em função dos riscos do empreendimento (inadimplência de um inquilino, vacância de um imóvel etc.), mas também pelo fato de que o valor de suas cotas oscila.

Embora questões tributárias não sejam de competência da CVM, não se pode deixar de mencionar as regras específicas de tributação dos cotistas nos investimentos em FII, matéria relevante à decisão de investimento. A Lei 11.196/05 estabeleceu que os rendimentos recebidos pelos cotistas pessoas físicas são isentos de Imposto de Renda quando as seguintes condições forem atendidas cumulativamente:

- ✓ o cotista beneficiado tiver menos do que 10% das cotas do Fundo;
- ✓ o FII tiver no mínimo 50 cotistas; e
- ✓ as cotas do FII forem negociadas exclusivamente em bolsa de valores ou

mercado de balcão organizado.

O investidor deverá prestar atenção a esta regra, pois caso as condições citadas não sejam atendidas, ocorrerá retenção de 20% do rendimento distribuído a título de Imposto de Renda, qualquer que seja o cotista.

A isenção de imposto de renda só é válida para os valores recebidos mensalmente a título de rendimento. Eventuais ganhos de capital obtidos, por exemplo, quando o investidor vende as cotas do FII, sujeitam-se à incidência do imposto à alíquota de 20%.

Informações sobre a tributação de FII poderão ser obtidas com a Secretaria da Receita Federal do Brasil.

3.4.10. Fundo de Índices (ETF)

Conhecidos também como ETFs (Exchange Traded Funds), são fundos de investimento que visam refletir as variações e rentabilidade de um índice de referência (índice subjacente). Constituído sob a forma de condomínio aberto e com cotas negociadas em bolsa de valores, os ETF são relativamente novos no Brasil, mas sua popularidade vem aumentando entre os investidores.

Ao adquirir cotas de um determinado Fundo ETF referenciado em um índice de ações, o investidor passa a deter todas as ações componentes desse índice sem ter de comprar separadamente os papéis de cada empresa. Desta forma, os Fundos de Índices proporcionam praticidade e rapidez no momento de investir, além de facilidade para acompanhar seu desempenho, que está associado ao do respectivo índice.

Algumas vantagens de se investir em um Fundo de Índice:

- ✓ **Rapidez e eficiência para participar do mercado brasileiro de ações:** O ETF permite investir indiretamente em várias das principais companhias abertas do Brasil. O administrador do fundo rebalanceará a composição de sua carteira, de tempos em tempos, de modo a refletir as mudanças da composição do índice subjacente sem qualquer intervenção ou investimento adicional por parte de seus cotistas;
- ✓ **Diversificação de investimentos:** O fundo de índice proporciona aos seus

cotistas uma maneira de alcançar um investimento diversificado no mercado de ações brasileiro, visto que seu índice de referência é composto por ações de diversas companhias;

✓ **Baixo custo de administração:** O ETF é um veículo de investimento com uma baixa taxa de administração, cujo objetivo é buscar refletir a performance do índice subjacente sem que o investidor precise incorrer em altas despesas operacionais, significativo investimento inicial e constante responsabilidade de efetuar reajustes na carteira para reproduzir individualmente a performance do índice subjacente.

✓ **Negociação na Bolsa como se fosse uma ação:** Os ETFs são aprovados para listagem e negociação na Bolsa e podem ser comprados e vendidos da mesma forma que qualquer ação listada para negociação. Como valores mobiliários listados na Bolsa, os ETFs propiciam aos investidores benefícios que não estão disponíveis a investidores em fundos de investimento não listados. Por exemplo, os ETFs podem ser usados pelos cotistas como margem para outras operações por eles realizadas na Bolsa, e podem ser dados em empréstimo em operações de mercado.

Quando houver o rebalanceamento da carteira do índice subjacente em função das recomposições periódicas, o administrador ajustará a composição da carteira do fundo de forma a refletir a nova composição do índice. Além disso, o administrador ajustará a composição da carteira do fundo de forma a refletir ajustes feitos na composição da carteira teórica do índice devido à distribuição de proventos por parte das emissoras que o compõem.

Recebimento de Dividendos

A metodologia de cálculo do índice subjacente assume que quaisquer cupons, recibos de subscrição, certificados de desdobramento, dividendos, juros sobre capital próprio, bonificações ou outros direitos declarados, relativos às ações da carteira teórica, sejam imediatamente reinvestidas na mesma proporção da composição da carteira teórica, mesmo que tais Distribuições não sejam imediatamente pagas ou distribuídas.

3.4.11. Fundo de Investimento em Participações (FIP)

Também conhecido como Fundo de Private Equity, é destinado exclusivamente a investidores qualificados e deve ser constituído sob a forma de condomínio fechado.

Seus recursos são destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição e outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias abertas ou fechadas. Tais aquisições devem propiciar ao fundo, como regra geral, participação no processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

3.4.12. Outros Fundos de Investimento

Fundo Mútuo de Privatização (FI – FGTS)

Constituído sob a forma de condomínio aberto, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização e de Programas Estaduais de Desestatização. É formado exclusivamente por recursos de pessoas físicas e provenientes do FGTS.

Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINE)

Deve ser constituído sob a forma de condomínio fechado, cujos recursos sejam destinados à aplicação em projetos aprovados pela Agência Nacional de Cinema (ANCINE).

Exemplo:

O fundo adquire Certificados de Investimento Audiovisual (CAV), que são títulos de participação em projetos audiovisuais, de forma que a remuneração do FUNCINE dependerá do desempenho comercial dos projetos investidos.

Fundo de Investimento Cultural e Artístico (FICART)

Deve ser constituído sob a forma de condomínio aberto ou fechado, cujos recursos sejam destinados à aplicação em projetos culturais e artísticos.

Exemplo:

O fundo investe em um festival de dança e será remunerado de acordo com o desempenho do projeto, por exemplo, com a venda de ingressos ou patrocínio.

Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE)

Também conhecido como Fundo de “Venture Capital”, deve ser constituído sob a forma de condomínio fechado, cujos recursos sejam destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes -

companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 150.000.000, apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.

Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes de Capital Estrangeiro

Deve ser constituído sob a forma de condomínio fechado, exclusivo para pessoas físicas ou jurídicas estrangeiras (residentes, domiciliadas ou com sede no exterior), fundos ou outras entidades estrangeiras de investimento coletivo, cujos recursos sejam destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes.

Fundos Mútuos de Investimento em Ações de Sociedades Incentivadas

Deve ser constituído sob a forma de condomínio fechado, com recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários, composta, no mínimo, de 70% de ações de emissão de sociedades beneficiárias de recursos oriundos dos incentivos fiscais, certificados de investimentos dos Fundos FINOR, FINAM, Fiset e FUNRES e ações de sociedades incentivadas adquiridas no Mercado Secundário.

3.4.13. Fundos de Investimento em Cotas (FIC)

Os fundos que contêm em seu nome a expressão “Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento”, também conhecidos como FIC ou FICFI, são fundos que ao invés de investir diretamente nos ativos objetos de seu regulamento, optam por adquirir cotas de outros fundos de investimento.

Como regra geral, pelo menos 95% do patrimônio do fundo deve ser investido em cotas de outros fundos. Além disso, os FICFI são divididos nas mesmas classes dos FI e só podem aplicar em cotas de fundos desta mesma classe, com exceção dos FIC Multimercado que, por sua própria natureza, podem aplicar em quaisquer outros tipos de fundos.

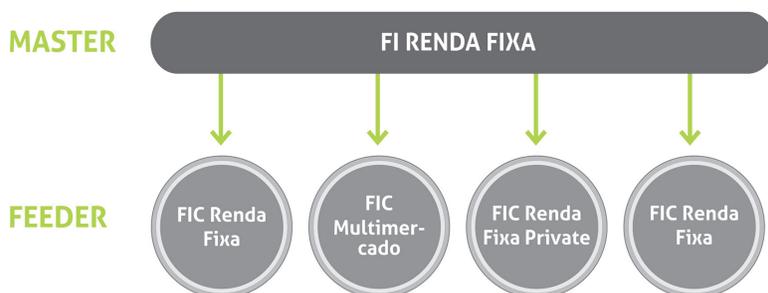
Estrutura Master & Feeder

Muitas instituições optam por criar alguns fundos de investimento principais (FI) e outros diversos FICFI que investem naqueles FI principais. Esta estrutura é conhecida como “Master & Feeder”.

Como cada fundo só pode oferecer uma única taxa de administração e um único

valor de aplicação inicial para todos os investidores, as instituições precisam criar diferentes fundos de investimento para atender aos diversos perfis de clientes que possuem. Por outro lado, um grande número de fundos exige maior esforço para a gestão dos ativos.

Uma das vantagens da estratégia Master & Feeder atua justamente no balanceamento entre a quantidade de fundos e os custos de gestão: cria-se apenas um grande FI (Master) que centraliza o trabalho mais crítico de gestão e uma grande variedade de outros fundos FIC (Feeder) que atendam aos diversos perfis de investidores.



3.5. Administrador e Gestor

O administrador é o responsável geral pelo fundo de investimento, devendo estar identificado no regulamento. Na constituição do fundo, o administrador aprova também o regulamento. Compete também a ele a realização de uma série de atividades gerenciais e operacionais relacionadas com os cotistas e seus investimentos. Dentre as suas atribuições, destacam-se:

- ✓ Praticar todos os atos necessários à administração da carteira do Fundo, caso esta não seja terceirizada, bem como exercer todos os direitos inerentes aos ativos que a integrem, dentro dos limites legais e das regras estabelecidas pela CVM;
- ✓ Contratar obrigatoriamente um auditor independente, que deverá ser registrado na CVM, para auditar as demonstrações contábeis do Fundo;
- ✓ Contratar, se for o caso, outra pessoa física ou jurídica, devidamente credenciada pela CVM, para gerenciar a carteira do Fundo;

- ✓ Contratar terceiros, legalmente habilitados, para a prestação dos seguintes serviços relativos às atividades do Fundo: tesouraria, escrituração, custódia, consultoria, distribuição e classificação de risco.

O administrador do fundo assume diversas obrigações, perante a CVM e os cotistas, como a manutenção do serviço de atendimento ao cotista, que se encarregará de prestar esclarecimentos e responder às reclamações feitas.

Uma das principais obrigações do administrador de um fundo de investimento é a divulgação de informações aos investidores, na periodicidade, prazo e teor definidos pela regulamentação da CVM. Esta divulgação deve ser feita de forma imparcial entre todos os cotistas.

A Instrução CVM 522/2012, introduziu ainda a obrigação do administrador em adotar políticas, práticas e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate e o cumprimento das obrigações do fundo.

É vedado ao Administrador prometer rendimentos predeterminados aos cotistas do Fundo.

Gestor de Carteira do Fundo de Investimento

O Gestor de Carteira é responsável pela gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo. Essa função deve ser desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM.

O gestor tem poderes para negociar os ativos financeiros em nome do fundo de investimento e exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos por ele, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto.

Dentre as suas principais atividades, destacam-se:

- ✓ Escolher os ativos que irão compor a carteira do fundo, selecionando aqueles com melhor perspectiva de rentabilidade, dado um determinado nível de risco compatível com a política de investimento do Fundo; e

- ✓ Emitir as ordens de compra e venda com relação aos ativos que compõem a carteira do Fundo, em nome do Fundo.

Tanto o Administrador do Fundo como o Gestor da Carteira devem estar devidamente credenciados na CVM. Se o administrador e/ou o gestor da carteira do fundo forem descredenciados por decisão da CVM para o exercício de administração de carteira, eles devem ser substituídos. Nesta hipótese, a CVM nomeará um administrador temporário até a eleição de nova administração.

Da mesma forma, nos casos de renúncia ou destituição por deliberação da assembleia geral, o administrador e o gestor também devem ser substituídos.

No caso de renúncia, o administrador fica obrigado a convocar imediatamente uma Assembleia Geral para eleger seu substituto, a se realizar no prazo de até 15 dias, devendo permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição, que deverá ocorrer no prazo máximo de 30 dias, sob pena de liquidação do fundo pelo administrador.

Alguns outros participantes da indústria de fundos:

- ✓ **Custodiante:** Responsável pela guarda dos ativos do fundo. Responde pelos dados e envio de informações dos fundos para os gestores e administradores.
- ✓ **Distribuidor:** Responsável pela venda das cotas do fundo. Pode ser o próprio administrador ou terceiros contratados por ele.

No capítulo sobre “Funcionamento do Mercado” serão abordados alguns aspectos adicionais sobre os Administradores de Carteira.

3.6. Assembleia de Cotistas

A Assembleia Geral dos Cotistas é a instância máxima de decisão de um Fundo. Ela é a reunião realizada entre os cotistas do fundo, com objetivo de tomar decisões importantes, muitas vezes estratégicas, relacionadas à administração ou gestão do fundo. Entre outras matérias, cabe à Assembleia Geral deliberar sobre:

- ✓ Alteração na política de investimento do Fundo;

- ✓ As demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador;
- ✓ Alteração do Regulamento do Fundo;
- ✓ Substituição do Administrador, do Gestor ou do Custodiante;
- ✓ Transformação, fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do Fundo; e
- ✓ Aumento ou alteração da forma de cálculo das taxas de administração e, caso existam, das taxas de performance, de entrada e de saída.

Todos os cotistas devem ser convocados por carta para a assembleia geral. Essa carta deve especificar os assuntos a serem deliberados e o local, a data e a hora da assembleia. O Administrador está obrigado a enviar essa carta com 10 dias de antecedência, no mínimo, da data da realização da Assembleia.

O resumo das decisões da Assembleia Geral deve ser enviado a cada cotista no prazo de até 30 dias após a data de sua realização, podendo ser utilizado para esse fim o extrato de conta mensal. A Instrução CVM 409/04 obriga a realização anual de uma assembleia geral, para deliberar sobre as demonstrações contábeis do fundo, no prazo de até 120 dias após o término do exercício social.

Entretanto, independente dessa assembleia geral, o administrador, o gestor, o custodiante ou o cotista ou grupo de cotistas que detenha, no mínimo, 5% do total de cotas emitidas, poderão convocar, a qualquer tempo, assembleia geral de cotistas para deliberar sobre ordem do dia de interesse do fundo ou dos cotistas.

A Assembleia Geral poderá ser instalada com a presença de qualquer número de cotistas. Em regra, as deliberações serão tomadas por maioria de votos, cabendo a cada cota um voto, mas o regulamento poderá estabelecer quorum qualificado para as deliberações. Entretanto, na hipótese de destituição do administrador de fundo aberto, esse quorum qualificado não poderá ultrapassar metade mais uma das cotas emitidas.

Os cotistas podem votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que recebida pelo administrador antes do início da assembleia, observado o disposto no regulamento, que pode, inclusive, dispor sobre a possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas.

Não podem votar na Assembleia Geral, a menos que haja anuência expressa da maioria dos demais cotistas, manifestada na própria assembleia, ou em instrumento de procuração: o administrador, o gestor, e os prestadores de serviço do fundo, incluídos seus funcionários, gestores e empresas ligadas.

A participação do cotista nas Assembleias do Fundo é muito importante. Caso não seja possível participar da Assembleia, é altamente recomendável que o cotista fique atento aos temas que serão deliberados e às decisões que foram tomadas.

3.7. Divulgação de Informações

3.7.1. Regulamento

O Regulamento é o documento de constituição do fundo. Nele estão estabelecidas as informações relacionadas a, entre outros: administração, gestão, espécie de fundo (aberto/fechado), prazo de duração (determinado/indeterminado), prestadores de serviço, classe do fundo, política de investimento, taxas cobradas (como taxa de administração, performance, entrada e saída) e condições para aplicação e resgate de cotas.

As alterações no regulamento dependem de prévia aprovação da assembleia geral de cotistas e devem ser comunicadas à CVM.

As alterações feitas no regulamento do fundo podem implicar em significativas alterações no seu funcionamento. Portanto, os cotistas devem acompanhar as assembleias e seus resultados, avaliando se as eventuais mudanças são de seu interesse e se o fundo continua atendendo a seus objetivos pessoais de investimento.

3.7.2. Prospecto

O prospecto é o documento que apresenta de forma destacada as principais informações relevantes para o investidor contidas no regulamento, tais como as relativas à política de investimento do fundo, às taxas de administração e aos principais direitos e responsabilidades dos cotistas e administradores, assim como quaisquer outras necessárias para uma tomada de decisão consciente pelos investidores, considerando os riscos envolvidos.

É um documento de apresentação obrigatória aos investidores, exceto no caso de fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados. O prospecto atualizado deve estar à disposição dos investidores potenciais durante o período de distribuição, nos locais em que esta for realizada. Quaisquer alterações realizadas deverão ser comunicadas imediatamente à CVM e colocadas à disposição para consulta pública.

Além disso, o prospecto deve conter, de forma destacada, a informação:

A concessão de registro para a venda de cotas deste fundo não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou de adequação do regulamento do fundo ou do seu prospecto à legislação vigente ou julgamento sobre a qualidade do fundo ou de seu administrador, gestor e demais prestadores de serviços.

Ainda, os fundos que pretendam realizar operações que possam resultar em perdas patrimoniais ou, em especial, levar à ocorrência de patrimônio líquido negativo, devem inserir na capa de seu prospecto, de forma clara, legível e em destaque, uma das seguintes advertências, conforme o caso:

Este fundo utiliza estratégias que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

Este fundo utiliza estratégias que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.

Em resumo, o prospecto é documento de leitura imprescindível para os investidores tomarem conhecimento das principais informações relacionadas ao fundo que possam de alguma forma influenciar na decisão de investir ou não em suas cotas.

3.7.3. Lâmina de Informações Essenciais

O administrador de fundo aberto não destinado exclusivamente a investidores qualificados deve elaborar uma lâmina de informações essenciais, documento que contém as principais informações sobre o fundo, como os objetivos, o público-alvo, a política de investimento, as condições do investimento, entre outras.

Além das informações sobre taxas e despesas, a lâmina traz uma tabela com os retornos dos últimos cinco anos, que enfatiza a existência, caso exista, de anos com ren-

tabilidade negativa, além de outras mudanças, conforme disposto na instrução. Com o objetivo de facilitar a análise do investidor e a comparação entre fundos, a lâmina traz informações simples e sempre na mesma ordem.

A lâmina deve ser atualizada mensalmente até o dia 10 de cada mês com os dados relativos ao mês imediatamente anterior, e enviada imediatamente à CVM. O administrador deve entregar a lâmina ao futuro cotista antes do seu ingresso no fundo e divulgá-la em lugar de destaque na sua página na internet.

3.7.4. Informações Periódicas

Uma das preocupações no processo de regulação do mercado de capitais, incluindo a indústria de fundos de investimentos, é garantir a transparência das informações disponíveis aos investidores de forma equânime e justa.

Nesse sentido, a CVM, através da Instrução CVM 409/2004, determina regras para a divulgação de informações e de resultados dos fundos de investimento. Esse conjunto de informações pode ser dividido em:

- ✓ informações periódicas;
- ✓ informações eventuais;
- ✓ informações de venda e distribuição; e
- ✓ demonstrativos financeiros e de auditoria.

As informações relativas ao sistema de distribuição e vendas foram detalhadas no tópico sobre regulamento, prospecto e lâmina. Entretanto, é igualmente fundamental que os investidores conheçam todo o conjunto de informações a que eles têm direito, caso se tornem efetivamente cotistas de determinado fundo. Afinal, constituem instrumento imprescindível para avaliar a administração e a gestão do fundo, assim como para se inteirar dos diversos fatos e eventos que possam de alguma forma interferir na rentabilidade futura.

Com respeito às informações periódicas, diariamente os administradores devem divulgar o valor da cota e do patrimônio líquido do fundo aberto. Mensalmente, devem enviar aos cotistas o extrato da sua conta contendo, entre outras informações, o saldo e valor das cotas no início e no final do período e a movimentação ocorrida, além da

rentabilidade do fundo. Nesse mesmo informativo, os investidores têm acesso, ainda, aos dados do administrador para acesso ao serviço de atendimento ao cotista. Vale lembrar que o cotista pode optar pelo não recebimento do extrato.

Desde de janeiro de 2013, os administradores devem remeter aos cotistas dos fundos (exceto aqueles destinados exclusivamente a investidores qualificados) a demonstração de desempenho do fundo, conforme modelo específico, até o último dia útil de fevereiro de cada ano. O objetivo dessa nova informação é auxiliar o investidor a comparar o desempenho de diferentes fundos de investimento, bem como o impacto de taxas e despesas sobre a rentabilidade.

Além das informações destinadas aos cotistas, os administradores devem remeter para a CVM outras informações periódicas, como as demonstrações contábeis e o extrato de informações sobre o fundo.

No site da CVM é possível obter diversas informações sobre os fundos de investimentos registrados, como: patrimônio líquido, número de cotistas, valor da cota, balancetes, demonstrações financeiras, regulamento, prospecto, entre outros. Essas informações são públicas e podem ser acessadas por qualquer pessoa, mesmo que não seja cotista do fundo.

Com respeito às informações eventuais, o administrador é obrigado a divulgar imediatamente, através de correspondência aos cotistas e de comunicado enviado à CVM, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos financeiros integrantes de sua carteira. Entende-se por relevante qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, manter ou vender tais cotas.

3.8. Riscos

Podemos considerar o risco como sendo a possibilidade de não se atingir o retorno esperado do investimento. E diversos fatores podem concorrer para isso, incluindo mudanças na política, na economia, nas regras de tributação, etc.

No caso de um fundo de investimento, o principal risco é aquele inerente aos ativos

que compõem a carteira. Porém, há três riscos principais aos quais o investidor está invariavelmente sujeito: o risco de mercado, o risco de crédito e o risco de liquidez.

- ✓ **Risco de mercado:** decorre das oscilações nos preços dos títulos que compõem a carteira do fundo. Uma vez que estes ativos são contabilizados por seu valor de mercado, quanto maior a oscilação nos preços, maior a oscilação no valor das cotas e mais difícil estimar o valor de resgate ou de venda das cotas.
- ✓ **Risco de crédito:** se refere à certeza sobre a liquidação do título na data de vencimento. Quando o fundo adquire um título, está emprestando dinheiro a alguém ou aplicando sua quantia em determinado empreendimento e, certamente, correndo o risco de que o tomador dos recursos não honre a obrigação ou o empreendimento não renda o esperado.
- ✓ **Risco de liquidez:** pode ser tanto dos ativos quanto das cotas que compõem o fundo. No caso dos ativos, o risco de liquidez consiste na eventual dificuldade que o administrador possa encontrar para vender os ativos que compõem a carteira do fundo, ficando impossibilitado de atender aos pedidos de resgate do investimento. No caso das cotas, o risco de liquidez decorre da dificuldade, no fundo fechado, do investidor encontrar um comprador para as suas cotas, forçando-o a vender por um valor mais baixo que o esperado, caso sua necessidade de recursos seja imediata.

Por estes motivos, é importante que o investidor se mantenha informado sobre os ativos que compõem a carteira do fundo, sobre as restrições ao resgate e sobre o mercado para a negociação de cotas de fundos fechados, tanto na hora de investir quanto periodicamente, para decidir se permanecerá ou não com o investimento.

É importante destacar que investimentos em cotas de fundos não contam com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Porém, a regulamentação prevê completa segregação entre as atividades do fundo e de seu administrador. Nesse sentido, o patrimônio do fundo não se confunde nem se comunica com o da instituição administradora. Portanto, se uma instituição financeira falir, os ativos dos fundos que estão sob a sua administração não são afetados, com exceção dos títulos e valores mobiliários de emissão do próprio banco que por ventura façam parte da carteira do fundo. Nessa hipótese de problemas com o administrador, a responsabilidade pela administração do fundo deverá ser transferida para outra instituição.

Usualmente, o retorno de um investimento está associado ao seu grau de risco. Maiores retornos normalmente estão associados a um maior grau de risco. As aplicações mais conservadoras costumam apresentar uma menor rentabilidade, mas o seu grau de risco geralmente também é menor.

Fundos de investimento que apresentem rentabilidade muito superior aos demais fundos da mesma natureza devem ser bem analisados, pois seu gestor pode estar incorrendo em um risco muito maior que os demais, o que pode, eventualmente, não ser adequado ao perfil do investidor.

3.9. Custos e Taxas

Na hora de comparar diferentes fundos é importante considerar seus custos. No Brasil, por conta das normas da CVM, todos os custos do fundo devem ser obrigatoriamente descontados do valor da cota e, portanto, da rentabilidade divulgada. Assim, quando se compara a rentabilidade de fundos, o que se vê é o resultado líquido que o fundo obteve, já descontados os custos. Por isso, um fundo com custos mais altos, mas que tenha melhor resultado, poderá ser comparado com outro de custos e resultados mais baixos.

A taxa mais conhecida é a taxa de administração, cobrada em praticamente todos os fundos. Ela é divulgada como uma taxa anual, mas sua cobrança é realizada, proporcional e diariamente, descontada do valor da cota. Outra taxa que aparece com certa frequência é a taxa de performance, que é cobrada quando o resultado do fundo supera um certo patamar (ou meta) previamente estabelecido no regulamento. Se o resultado do fundo ficar abaixo da meta, a taxa de performance não é cobrada.

Além da taxa de administração e da taxa de performance, existem também outras que podem ser cobradas, apesar de não serem muito comum no mercado brasileiro: taxa de entrada (devida quando se faz o investimento) e taxa de saída (devida quando se realiza o resgate).

3.10. Tributação

Além das taxas e custos citados anteriormente, os investimentos em fundos estão sujeitos à cobrança de impostos, conforme definições legais e legislação da Secretaria da Receita Federal do Brasil.

É importante que o investidor conheça a tributação incidente sobre cada tipo de operação e de fundo, pois isso impacta na rentabilidade final do investimento e também influencia na comparabilidade dos diferentes fundos e, principalmente, de diferentes tipos de investimentos.

Em termos gerais, todas as aplicações financeiras estão sujeitas à cobrança de dois tributos: o Imposto de Renda (IR), e o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos e Valores Mobiliários (IOF, também conhecido apenas como Imposto sobre Operações Financeiras).

Imposto de Renda

Os fundos de investimentos são classificados em três categorias para efeitos de Imposto de Renda. O cálculo do imposto depende do período em que você permanecer com o dinheiro investido no fundo e do tipo fundo.

Além disso, alguns tipos de fundos, como os fundos de investimento imobiliário, respeitadas determinadas condições, podem oferecer isenção de IR nos rendimentos pagos a título de aluguel, embora sempre estejam sujeitos ao IR referente ao ganho de capital eventualmente obtido no momento da venda das cotas do fundo.

Fundos de Ações

São fundos que devem ter, no mínimo, 67% dos seus recursos em ações negociadas em Bolsa de Valores. Esses fundos contam com alíquota única de Imposto de Renda, independente do prazo em que o investidor permanecer com os recursos investidos. O imposto será cobrado sobre o rendimento bruto do fundo, quando você resgatar sua aplicação.

PRAZO DA APLICAÇÃO	ALÍQUOTA DE IR
Independente do prazo da aplicação	15%

✓ Fundos de Curto Prazo

Para fins de tributação, são considerados fundos de curto prazo aqueles cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a 365 dias. Eles estão sujeitos à incidência de imposto de renda na fonte conforme as seguintes alíquotas:

PRAZO DA APLICAÇÃO	ALÍQUOTA DE IR
Até 180 dias	22,50%
Acima de 180 dias	20%

Mesmo se o investidor permanecer com os recursos investidos por prazo superior a um ano, nos fundos de curto prazo não há a alíquota abaixo de 20%.

✓ Fundos de Longo Prazo

Para fins de tributação, são considerados fundos de investimento de longo prazo aqueles cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou superior a 365 dias. Eles estão sujeitos à incidência de imposto de renda na fonte conforme as seguintes alíquotas:

PRAZO DA APLICAÇÃO	ALÍQUOTA DE IR
Até 180 dias	22,5%
De 181 a 360 dias	20%
De 361 a 720 dias	17,5%
Acima de 720 dias	15%

Como você pode observar, neste tipo de fundo, se um investidor deixar sua aplicação por um período superior a dois anos ele pagará 15% de imposto de renda sobre o rendimento do fundo.

O Sistema Come-cotas

O Imposto de Renda dos fundos de investimentos (exceto fundo de ações e fundos fechados) é recolhido no último dia útil dos meses de maio e novembro, em um sistema denominado “come-cotas”. Para esse recolhimento é usada a menor alíquota de cada tipo de fundo: 20% para fundos de tributação de curto prazo e 15% para fundos

de tributação de longo prazo. Dessa forma, a cada seis meses os fundos automaticamente deduzem esse imposto de renda dos cotistas, em função do rendimento obtido pelo fundo nesse período.

Além disso, no momento do resgate da aplicação do investidor, se for o caso, será feito o recolhimento da diferença, de acordo com a alíquota final devida, conforme o prazo de permanência desse investimento no fundo.

Imposto sobre Operações Financeiras

O IOF incide sobre o rendimento nos resgates feitos num período inferior a 30 dias. O percentual do imposto é regressivo e varia de 96% (aplicações com duração de 1 dia) a 0% (a partir do 30º dia de aplicação, inclusive), dependendo do tempo da aplicação das cotas vendidas.

3.11. Classificação dos Fundos

Os fundos de investimento são classificados pela CVM, como regulador, e pela Anbima, como entidade autorreguladora do mercado de fundos.

A classificação CVM faz uma diferenciação dos grupos mais voltada à separação por classe de risco, enquanto a classificação Anbima, desdobra essa divisão, com um maior detalhamento, visando a uma melhor comparabilidade dos fundos de investimento.

3.11.1. Classes de Fundos CVM

- ✓ Fundo de Curto Prazo
- ✓ Fundo Referenciado
- ✓ Fundo de Renda Fixa
- ✓ Fundo Cambial
- ✓ Fundo de Dívida Externa
- ✓ Fundo Multimercado

✓ Fundo de Ações

3.11.2. Classificação Anbima de Fundos

I. Fundos de investimento

Fundos curto prazo

Fundos referenciados

Fundos de renda fixa

Fundos cambiais

Fundos multimercados

Fundos de dívida externa

Fundos de ações

Fundos exclusivos fechados

II. Fundos de previdência

Previdência renda fixa

Previdência balanceados

Previdência multimercados

Previdência data-alvo

Previdência ações

III. Fundos off shore

Off shore renda fixa

Off shore renda variável

Off shore mistos

IV. Fundos de investimento em direitos creditórios

Fomento mercantil

Financeiro

Agro, indústria e comércio

Outros

V. Fundos de investimento imobiliário

VI. Fundos de índices – ETF

VII. Fundos de participações



4 COMPANHIAS

4. Companhias

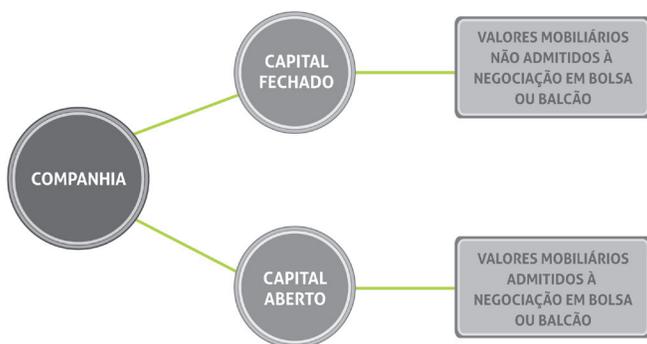
4.1. As Sociedades por Ações

Duas das principais características das Companhias, também chamadas de Sociedades Anônimas, ou Sociedades por Ações, estão claramente definidas logo no primeiro artigo da Lei 6.404/76, popularmente conhecida como “Lei das S.A.”:

Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

Nas companhias, o capital social é dividido em ações que são subscritas pelos sócios, os acionistas. Elas são consideradas sociedades de capital, pois, ao contrário do que ocorre, por exemplo, nas Sociedades por Cotas de Responsabilidade Limitada, não há nenhum contrato que ligue diretamente os sócios. As ações são, a princípio, de livre negociação, podendo cada um dos acionistas negociar sua participação na sociedade quando melhor lhe convier, sem necessidade de concordância dos demais sócios.

Em relação à responsabilidade, cada acionista responde apenas pelo preço de emissão das suas ações, não possuindo nenhuma responsabilidade adicional por compromissos assumidos pela companhia, nem mesmo no caso de liquidação da companhia.



As companhias podem ser classificadas em duas espécies:

Companhia Aberta

Companhias cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercados organizados de Bolsa ou Balcão. Para isso, devem ser obrigatoriamente registradas na CVM.

Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

§1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

§2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

Companhia Fechada

Por exclusão, a companhia que não possui valores mobiliários de sua emissão negociados em mercados organizados, será considerada uma companhia fechada, ou companhia de capital fechado.

Qual o termo correto: Sociedade por Ações ou Sociedade Anônima? Não existe uma definição formal e as duas opções podem ser utilizadas. A própria “Lei das S.A.” utiliza os dois termos: na ementa ela fala em “Dispõe sobre as Sociedades por Ações” e logo em seguida, no artigo primeiro, aparece: “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações[...]”. Ressaltamos, entretanto, que atualmente o termo considerado mais adequado é “Sociedade por Ações”, sobretudo após a proibição de emissão de ações ao portador, um dos principais motivos que lhes davam a caracterização de “anônimas”.

4.2. O Acionista e seus direitos

4.2.1. Participação nos Resultados

Quando duas ou mais pessoas se dispõem a aplicar seus esforços e capitais em um determinado empreendimento por meio de uma sociedade, o fazem com o objetivo de, após determinado tempo, se apropriar dos lucros do negócio, os quais serão repartidos entre os sócios empreendedores.

Da mesma forma, quem investe em uma companhia aberta deseja participar dos lucros que vierem a ser obtidos. Seja subscrevendo ações em um aumento de capital, seja adquirindo-as no mercado, o investidor está buscando aplicar seus recursos em uma empresa que consiga bons resultados em suas atividades para participar do seu rateio depois.

Por isso, a Lei das S.A. estabelece que um dos direitos essenciais de qualquer acionista de uma companhia, seja ela aberta ou fechada, é o de participar dos lucros, sob a forma de distribuição de dividendos.

Nem todos os acionistas participam destes lucros em igualdade de condições, uma vez que certas espécies e classes de ações podem conferir aos seus titulares vantagens econômicas diferenciadas em relação aos titulares de outras.

4.2.2. Os Lucros e Dividendos

No exercício de suas atividades, as companhias auferem receita. É o que acontece, por exemplo, quando a sociedade presta serviços ou vende produtos, recebendo em contrapartida o valor correspondente. Ao longo de um ano, ou exercício social, estas receitas vão se acumulando e, ao final do período, a companhia deve verificar qual o total das receitas auferidas e diminuí-las do total das despesas incorridas e outros ajustes impostos pela legislação societária e fiscal, obtendo o denominado “resultado do exercício”.

A Lei das S.A. determina que, do resultado do exercício, deverão ser deduzidos os prejuízos acumulados em exercícios anteriores, constituída uma provisão para pagamento do imposto de renda, participações estatutárias de empregados e administradores, além de outras deduções determinadas ou permitidas pela legislação. O valor que encontramos após estas operações denomina-se “lucro líquido”.

Ao final de cada exercício, os administradores devem ouvir o Conselho Fiscal (se estiver em funcionamento) e posteriormente submeter à Assembleia Geral Ordinária da companhia as demonstrações financeiras relativas ao período encerrado. Juntamente com tais demonstrações financeiras, os administradores devem apresentar uma proposta de destinação do lucro líquido daquele exercício, se algum lucro tiver sido auferido.

Chamamos de dividendo a parcela do lucro líquido que, após a aprovação da Assembleia Geral Ordinária, será destinada aos acionistas da companhia. O montante dos dividendos deverá ser dividido entre as ações existentes, para sabermos quanto será devido aos acionistas por cada ação que eles possuem.

Para garantir a efetividade do direito do acionista ao recebimento de dividendos, a Lei das S.A. prevê o sistema do dividendo obrigatório, de acordo com o qual as companhias são obrigadas a, existindo lucro, destinar parte dele aos acionistas, a título de dividendo. A lei confere às companhias liberdade para estabelecer, em seus estatutos sociais, o percentual do lucro líquido do exercício que deverá ser distribuído anualmente aos acionistas, desde que o faça com “precisão e minúcia” e não sujeite a determinação do seu valor ao exclusivo arbítrio de seus administradores e acionistas controladores.

O Dividendo Obrigatório

Segundo a Lei 6.404/76, os acionistas têm direito a receber como dividendo uma parcela dos lucros obtidos pela sociedade em cada exercício social. É chamada de “Dividendo Obrigatório” a menor porcentagem do lucro que deve ser distribuída como dividendos.

A decisão sobre a destinação do lucro é tomada a cada ano pela Assembleia Geral. Qualquer porcentagem dos lucros poderá ser destinada aos acionistas, contanto que esse valor seja maior ou igual ao Dividendo Obrigatório.

Existem alguns mitos sobre qual o menor valor que o estatuto pode definir para o dividendo obrigatório. Com objetivo didático, podemos considerar três situações, com a indicação do artigo da lei que dispõe sobre cada caso:

- ✓ Como regra geral, o estatuto pode definir como dividendo obrigatório qualquer porcentagem do lucro. Poderia ser definido, por exemplo, o valor de 1% (um por cento) do lucro (artigo 202, caput);
- ✓ No entanto, se o estatuto for omissivo sobre este assunto, o dividendo obrigatório será considerado 50% do lucro líquido ajustado (artigo 202, caput e inciso I);

- ✓ Se o estatuto for omissivo e posteriormente a Assembleia Geral decidir alterá-lo para estabelecer um valor, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado (artigo 202, parágrafo segundo).

O valor do dividendo obrigatório estabelecido no estatuto social pode ser reduzido? Sim, por decisão da assembleia geral. Entretanto, isso não é comum porque, conforme estabelecido nos artigos 136 e 137 da Lei 6.404/76, a companhia deve oferecer ao acionista dissidente (discordante) o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações.

Nos exercícios sociais em que houver lucro, mas a situação financeira da companhia for incompatível à distribuição de dividendos, ele poderá não ser distribuído nem na porcentagem obrigatória. Em tais exercícios, os órgãos da administração deverão informar tal fato à Assembleia Geral, juntamente com parecer do Conselho Fiscal (se em funcionamento) e encaminhar à CVM exposição justificativa da informação transmitida à Assembleia. Nesta hipótese, os lucros não distribuídos serão registrados como reserva especial e, caso não sejam absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo tão logo a situação financeira da companhia o permita.

4.2.3. Ações Preferenciais e Distribuição de Dividendos

A Lei das S.A. permite que uma sociedade emita ações preferenciais, que podem ter seu direito de voto suprimido ou restrito por disposição do estatuto social da companhia. Em contrapartida, tais ações deverão receber uma vantagem econômica em relação às ações ordinárias. A lei permite, ainda, que as companhias abertas tenham várias classes de ações preferenciais, que conferirão a seus titulares diferentes vantagens.

Os titulares de tais ações poderão comparecer às Assembleias Gerais da companhia e opinar sobre as matérias objeto de deliberação, mas não poderão votar.

As vantagens econômicas a serem conferidas às ações preferenciais em troca dos direitos políticos suprimidos, conforme dispõe a Lei, poderão consistir em prioridade de distribuição de dividendo, fixo ou mínimo, prioridade no reembolso do capital ou uma combinação de vantagens.

- ✓ **Dividendos fixos:** são aqueles cujo valor encontra-se devidamente quantificado no estatuto, seja em montante certo em moeda corrente, em percentual do

capital, do valor nominal da ação ou, ainda, do valor do patrimônio líquido da ação. Nesta hipótese, tem o acionista direito apenas a tal valor, ou seja, uma vez atingido o montante determinado no estatuto, as ações preferenciais com direito ao dividendo fixo não participam dos lucros remanescentes, que serão distribuídos entre ações ordinárias (e preferenciais de outras classes, se houver).

✓ **Dividendo mínimo:** é aquele também previamente quantificado no estatuto, seja com base em montante certo em moeda corrente, seja em percentual do capital, do valor nominal da ação ou, ainda, do valor do patrimônio líquido da ação. Porém, ao contrário das ações com dividendo fixo, as que fazem jus ao dividendo mínimo participam dos lucros remanescentes, após assegurado às ordinárias dividendo igual ao mínimo. Assim, após a distribuição do dividendo mínimo às ações preferenciais, às ações ordinárias caberá igual valor. Se ainda restarem valores a serem distribuídos, eles serão partilhados entre ambas espécies de ações, em igualdade de condições.

O dividendo fixo ou mínimo assegurado às ações preferenciais pode ser cumulativo ou não. Em sendo cumulativo, no caso de a companhia não ter obtido lucros durante o exercício em montante suficiente para pagar integralmente o valor dos dividendos fixos ou mínimos, o valor faltante será acumulado para os exercícios posteriores. Esta prerrogativa depende de expressa previsão estatutária.

No caso das companhias abertas, existem algumas opções de vantagens que podem ser conferidas aos seus titulares das ações preferenciais em troca da supressão do direito de voto. A mais conhecida é aquela que oferece dividendos pelo menos 10% maiores do que aquele oferecido às ordinárias, mas não é a única possível. Veja a seguir opções de vantagens que podem ser oferecidas:

✓ Direito a participar de uma parcela correspondente a, no mínimo, 25% do lucro líquido do exercício, sendo que, desse montante, lhes será garantido um dividendo prioritário de pelo menos 3% do valor do patrimônio líquido da ação e, ainda, o direito de participar de eventual saldo desses lucros distribuídos, em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a eles assegurado igual dividendo mínimo;

✓ Direito de receber dividendos pelo menos 10% maiores que os pagos às ações ordinárias; ou

✓ Direito de serem incluídas na oferta pública em decorrência de eventual alienação de controle, como será visto em capítulo posterior.

4.2.4. O Direito de Preferência para a Subscrição de Ações

Quando alguém adquire ações, passa a ser titular de uma fração do capital social de uma companhia. Todavia, quando o capital é aumentado e novas ações são emitidas, as ações até então detidas por tal acionista passam a representar uma fração menor do capital, ainda que o valor em moeda seja o mesmo.

Diluição de participação: imagine, por exemplo, que você possua 1.000 ações de uma empresa que tem um total de 10.000 ações. Você é dono, portanto, de 10% da companhia. Em determinado momento, ela está precisando de dinheiro para investimentos e decide emitir 2.500 novas ações, vendendo esses ativos no mercado, para outros investidores. Note que você continua dono das mesmas 1.000 ações, mas a companhia agora tem um total de 12.500 ações, e você, então, passa a ser dono de apenas 8% da companhia. Chamamos de “diluição” essa redução da participação dos acionistas antigos pela emissão de novas ações.

Para evitar que ocorra essa diminuição na participação percentual detida pelo investidor no capital da companhia, a lei assegura a todos os acionistas, como um direito essencial, a preferência na subscrição das novas ações que vierem a ser emitidas em um aumento de capital, na proporção de sua participação no capital, anteriormente ao aumento proposto. Dessa forma, se o investidor assim desejar, pode subscrever essas novas ações, na mesma proporção que já possuía, e manter exatamente a mesma participação que possuía antes da emissão.

O prazo para o exercício do direito de preferência deverá ser fixado pelo estatuto social da companhia ou na Assembleia em que for deliberado o aumento do capital social e não poderá ser inferior a 30 dias. Neste período, o acionista deverá manifestar sua intenção de subscrever as novas ações emitidas no âmbito do aumento de capital. Caso não o faça, perderá o direito de preferência.

Alternativamente, caso não deseje participar do aumento, o acionista pode ceder ou vender seu direito de preferência. Esse direito de subscrição pode ser livremente negociado, inclusive em bolsa de valores.

Da mesma forma como ocorre com as ações, os acionistas também terão direito de preferência nos casos de emissão de títulos conversíveis em ações, tais como debêntures conversíveis e bônus de subscrição.

Exclusão do Direito de Preferência

Apesar do direito de preferência ser considerado um direito essencial do acionista, a Lei das S.A. permite que nas companhias abertas com capital autorizado¹, em certas situações excepcionais, tal direito seja excluído ou, ainda, que o prazo de 30 dias para o seu exercício seja reduzido, desde que haja previsão no estatuto social. Estas situações excepcionais são:

- ✓ Emissão de ações para venda em bolsa de valores ou subscrição pública;
- ✓ Permuta por ações, em ofertas públicas de aquisição de controle de outras companhias;
- ✓ Aumentos de capital no âmbito de projetos de incentivos fiscais.

Além disso, os acionistas não terão direito de preferência nos casos de:

- ✓ Conversão de debêntures e outros títulos em ações, posto que, nestas hipóteses, o direito de preferência deve ser exercido no momento da emissão do título;
- ✓ Outorga e exercício de opção de compra de ações aos administradores, empregados ou outras pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedades sob seu controle.

Em todos os casos acima mencionados, a exclusão ou a redução do prazo do direito de preferência deverá afetar todos os acionistas, não podendo haver distinção no tratamento de acionistas controladores e minoritários.

4.2.5. Bonificações

Ao longo das atividades, a Companhia poderá destinar parte dos lucros sociais para a constituição de uma conta de “Reservas”. Caso a companhia queira, em exercício social posterior, distribuir aos acionistas o valor acumulado na conta de Reservas, poderá fazê-lo na forma de Bonificação, podendo efetuar o pagamento em espécie ou com a distribuição de novas ações.

¹ Companhias com capital autorizado são aquelas que já possuem em seu estatuto social autorização para aumento de capital até determinado valor.

4.2.6. Direito de Voto

Nas sociedades por ações, a vontade social forma-se por meio do exercício do direito de voto, manifestado nas Assembleias Gerais.

O acionista, ao participar e votar nas Assembleias Gerais, exerce uma prerrogativa fundamental da condição de acionista, visto que o voto por ele manifestado poderá influenciar a formação da vontade da sociedade.

Ao exercer tal direito, o acionista, seja minoritário ou controlador, deve sempre observar o princípio básico de que o voto visa ao atendimento do interesse da sociedade, e não aos interesses particulares de cada acionista.

A Lei das S.A. estabelece que o voto proferido de forma contrária ao interesse da sociedade poderá vir a ser anulado e que o acionista poderá vir a ser responsabilizado pelos prejuízos que sua conduta contrária ao interesse social causar à sociedade ou a terceiros, ainda que seu voto não tenha prevalecido na Assembleia Geral.

O Direito de Voto e as Diversas Espécies de Ações

Todos os acionistas, independentemente da espécie ou classe de ações de que sejam titulares, têm o direito de participar das assembleias, expressar sua opinião sobre as matérias objeto de discussão e requerer esclarecimentos à mesa ou aos administradores presentes.

Os acionistas poderão também se candidatar e ser votados para integrar os órgãos de administração e o conselho fiscal da companhia.

Os acionistas titulares de ações ordinárias têm, necessariamente, o direito de voto nas deliberações da Assembleia Geral. Por este motivo o voto é considerado um direito fundamental dos titulares de ações ordinárias, tanto que a Lei das S.A. estabelece que cada ação ordinária deve corresponder a um voto nas deliberações da Assembleia Geral.

Por outro lado, a lei admite que o estatuto social preveja a existência de uma ou mais classes de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito. Para tanto, faz-se necessário que:

- ✓ haja disposição estatutária expressa neste sentido; e
- ✓ o estatuto social atribua uma vantagem de natureza econômica aos titulares

de tais ações, observados os requisitos mínimos admitidos pela Lei das S.A., que compense a privação ou restrição do direito de voto.

Hipóteses em que as Ações Preferenciais podem Votar

Conforme anteriormente mencionado, o direito de voto pode ser restringido ou excluído dos titulares de ações preferenciais.

No entanto, há casos em que as ações preferenciais, ainda que não possuam direito de voto, podem votar como qualquer outra ação, entre os quais vale destacar:

- ✓ na assembleia de constituição da sociedade;
- ✓ na assembleia especial dos titulares de ações em circulação no mercado para deliberar sobre a necessidade de realização de nova avaliação da companhia para efeitos de uma oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta;
- ✓ nas assembleias especiais dos titulares de ações de espécie ou classe que forem prejudicadas em decorrência de deliberações tomadas em Assembleia Geral Extraordinária que versem sobre: a criação de ações preferenciais; o aumento de classe de ações preferenciais existentes sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais (salvo se tal possibilidade já estiver previamente autorizada no estatuto); a alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de preferenciais; e a criação de uma nova classe de ações preferenciais mais favorecida;
- ✓ na assembleia convocada para aprovar a nomeação dos peritos ou empresa especializada responsável pela apuração do valor econômico da companhia para a fixação do valor de reembolso devido aos acionistas dissidentes de deliberação da Assembleia geral extraordinária;
- ✓ na eleição, em separado, de um membro do conselho fiscal ou de administração, desde que compareçam à Assembleia Geral titulares de ações preferenciais que representem, no mínimo, 10% do capital social; e
- ✓ em todas as Assembleias Gerais, durante o período em que a companhia permanecer em estado de liquidação;

Direito de voto por falta de pagamento de dividendos

Por fim, os acionistas titulares de ações preferenciais adquirem o direito de voto caso a companhia deixe de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizeram jus pelo prazo previsto no estatuto social, que não pode ser superior a três exercícios sociais.

Nesta hipótese, os titulares de ações preferenciais passam a ter direito de voto em todas as matérias submetidas à Assembleia Geral, continuando a exercer este direito até que a companhia volte a pagar os dividendos assegurados a tais ações ou até que sejam pagos os dividendos cumulativos em atraso, se for o caso.

Vale destacar que este direito de voto só é concedido caso o estatuto determine como vantagem, para as ações preferenciais, o pagamento prioritário de dividendos fixos ou mínimos. Caso a vantagem atribuída às ações preferenciais seja o reembolso de capital, como é permitido pela lei, esses acionistas não adquirem direito de voto, mesmo após três anos sem o pagamento de dividendos.

4.2.7. Direito de Convocar Assembleias

A Lei das S.A. estabelece as regras sobre a competência para a convocação das Assembleias Gerais das sociedades por Ações, atribuindo aos órgãos da administração a competência principal para convocar a Assembleia Geral.

No entanto, a Assembleia Geral poderá ser convocada por iniciativa dos acionistas minoritários, nas seguintes hipóteses:

Convocação por acionista individual

A convocação pode ser feita por qualquer acionista na hipótese de os administradores retardarem por mais de 60 dias a convocação, nos casos em que a lei ou o estatuto social imponham expressamente a realização de Assembleia Geral.

Deste modo, qualquer acionista, ainda que titular de uma única ação, terá a faculdade de convocar a Assembleia Geral individualmente, desde que sua realização esteja prevista em lei ou no estatuto e os administradores tenham se omitido no cumprimento de seu dever de efetuar a convocação.

É o caso, principalmente, da Assembleia Geral Ordinária, que deve ser obrigatoriamente realizada nos quatro primeiros meses de cada exercício social. Transcorridos

mais de 60 dias do fim deste prazo e não tendo sido convocada a Assembleia Geral Ordinária, qualquer acionista poderá fazê-lo.

Convocação por acionistas que representem 5% do capital social

A Lei das S.A. assegura aos acionistas minoritários que representem, separadamente ou em conjunto, pelo menos 5% do capital social, o direito de solicitar a convocação de Assembleia para deliberar sobre quaisquer matérias que eles considerem de interesse da sociedade. Para tanto, tais acionistas deverão apresentar aos administradores da sociedade um pedido neste sentido, devidamente fundamentado, com indicação dos assuntos a serem tratados. Caso o pedido de convocação da Assembleia não seja atendido no prazo de 8 dias, os próprios acionistas poderão promover diretamente a convocação.

Convocação de Assembleia Geral para deliberar sobre a instalação do Conselho Fiscal

Acionistas que representem, no mínimo, 5% do capital votante, ou 5% das ações sem direito a voto, poderão convocar a Assembleia Geral com o objetivo específico de deliberar sobre a instalação do conselho fiscal, quando o pedido de convocação de Assembleia para tal finalidade não for atendido, no prazo de 8 dias, pelos administradores da companhia.

Convocação de Assembleia especial para deliberar sobre a proposta de nova avaliação da companhia

Na hipótese de vir a ser realizada uma oferta pública para a aquisição das ações de emissão da companhia aberta em circulação no mercado, em decorrência de:

- ✓ cancelamento de registro de companhia aberta; ou
- ✓ aumento de participação do acionista controlador;
- ✓ acionistas representando, no mínimo, 10% das ações em poder dos minoritários, poderão convocar uma Assembleia especial dos titulares das ações em circulação no mercado, com a finalidade de deliberar sobre a realização de uma nova avaliação da companhia.

4.2.8. O Direito de Requerer o Adiamento de Assembleias

A Lei das S.A. permite que qualquer acionista solicite à CVM o adiamento da As-

sembleia, nas seguintes hipóteses:

- ✓ o aumento, para até 30 dias, do prazo de antecedência da convocação da Assembleia Geral, quanto esta tiver por objeto a deliberação sobre operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser devidamente conhecidas e analisadas pelos acionistas; ou
- ✓ a interrupção, por até 15 dias, do curso do prazo de convocação da Assembleia Geral Extraordinária, a fim de que a própria CVM possa conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e, se for o caso, informar à companhia as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à Assembleia Geral viola dispositivos legais ou regulamentares.

Em qualquer das duas situações, o acionista minoritário deve apresentar tal pedido à CVM com antecedência mínima de 8 dias úteis da data inicialmente estabelecida para a realização da assembleia. A CVM, por sua vez, ao receber a solicitação do acionista minoritário, deve ouvir a companhia antes de tomar a decisão sobre o aumento ou a interrupção do prazo de convocação da assembleia.

4.3. Divulgação de Informações

O modelo regulatório brasileiro ressalta a importância do sistema de divulgação e disseminação de informações pelos emissores de valores mobiliários. A política de divulgação de informações tem regras bem definidas pela CVM, de aplicação obrigatória pelas companhias abertas. O objetivo é permitir aos investidores e potenciais investidores tomar decisões de compra, venda ou manutenção de posições a partir do fornecimento de informações completas, iguais e disponibilizadas simultaneamente para todos, em consonância com o que é conhecido como princípio do *full disclosure*.

O rigor da regulação da CVM e o surgimento de novos veículos de comunicação, como a internet, aceleram a velocidade de divulgação de informações e ampliam o seu alcance a um número considerável de agentes ao mesmo tempo. A qualidade dos dados divulgados, nesse cenário, precisa ser ainda mais apurada e previamente debatida dentro da companhia para se adequar às exigências da regulação e dos padrões de demanda dos investidores.

O debate sobre as melhores práticas de divulgação cresceu nos últimos anos, e deve ser acompanhado atentamente pelos departamentos de Relações com Investidores (RI). O sistema deve ser eficiente para impedir a utilização de informação privilegiada (*inside information*) e contribuir para que os preços dos ativos reflitam a disponibilização de informações, de modo adequado, a todos os agentes simultaneamente.

O atendimento a todos os públicos estratégicos da companhia passa também, necessariamente, pela superação de eventuais dificuldades de comunicação, buscando fornecer informações de modo democrático e ágil. Cabe à área de RI organizar seu trabalho de maneira a atender adequadamente à demanda desses públicos diferenciados: academia, organizações não governamentais, órgãos reguladores, fornecedores, acionistas, clientes, investidores, analistas, institutos e imprensa, como será visto no capítulo sobre “Relações com Investidores”.

As informações que as empresas listadas em Bolsa são obrigadas a divulgar ao mercado, aos acionistas e aos investidores estão definidas na Lei das Sociedades por Ações e na regulamentação da CVM, incluindo, entre outras, demonstrações financeiras, formulário de referência, formulários de demonstrações financeiras padronizadas, formulário de informações trimestrais, atos ou fatos relevantes, editais de convocação e atas de assembleias.

Com o alinhamento das normas brasileiras aos padrões internacionais, como será visto a seguir, reforçou-se o princípio da relevância e da representação fidedigna como características qualitativas fundamentais da informação contábil-financeira.

Relevante é a informação capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelo usuário, enquanto fidedigna é a informação que se propõe a retratar a realidade econômica do fenômeno, de forma completa, neutra e livre de erro.

4.3.1. Convergência Internacional de Normas

O crescente impacto da globalização da economia e a necessidade de captação de recursos financeiros internacionais levam a uma exigência cada vez maior de uniformidade na apresentação das informações financeiras e contábeis. Além disso, com a integração dos mercados de capitais de todo o mundo, aumenta a cada dia a demanda dos investidores internacionais por transparência e comparabilidade nas informações.

Em um trabalho conjunto da CVM com diversas outras instituições dos setores pú-

blico e privado, foi realizado, ainda no final da década de 90, um estudo a respeito dos principais pontos da legislação que precisavam de modificações para permitir a convergência internacional das normas contábeis. O estudo resultou em um documento encaminhado pela CVM ao Ministério da Fazenda, que se transformou na Lei 11.638/07.

Podem ser citados como principais objetivos dessa lei:

- ✓ Adequar os dispositivos contábeis da Lei das S.A. de forma a proporcionar maior transparência e qualidade às informações contábeis;
- ✓ Adequar a lei às melhores práticas contábeis internacionais, conforme disposições do International Accounting Standards Board (IASB);
- ✓ Eliminar ou diminuir as dificuldades de interpretação e de aceitação das informações contábeis utilizadas no Brasil;
- ✓ Reduzir o custo e o risco provocado por essas dificuldades de interpretação e aceitação.

Ainda em 2007, foi publicada a Instrução CVM 457, que estabeleceu que:

Art. 1º As companhias abertas deverão, a partir do exercício findo em 2010, apresentar as suas demonstrações financeiras consolidadas adotando o padrão contábil internacional, de acordo com os pronunciamentos emitidos pelo International Accounting Standards Board – IASB.

O International Financial Reporting Standards (IFRS), ou Padrão Internacional para Demonstrações Financeiras, é um conjunto de normas publicado pelo International Accounting Standards Board (IASB) com o objetivo de uniformizar o formato e a linguagem das informações financeiras. É comum ouvir o termo “Demonstração Financeira no padrão IFRS”, indicando que a referida demonstração foi elaborada de acordo com as normas de padronização internacional.

A harmonização das normas contábeis é um processo de extrema relevância e altamente necessário para as empresas no atual cenário de economia altamente globalizada e competitiva, independentemente do tamanho e da atividade e que operam em diversos países e que precisam reportar informações ao exterior, seja para atender às necessidades de ordem interna (controladoras sediadas no exterior) ou externa (usuários internacionais).

As constantes transformações no cenário econômico, principalmente aquelas decorrentes do poder de investimento de fontes externas de recursos têm exigido uma padronização e a utilização de um padrão internacional de normas e procedimentos contábeis, que proporcione transparência e confiabilidade aos usuários. A divulgação de informações sobre a situação patrimonial e financeira das empresas deve estar suportada em normas contábeis de alta qualidade que facilitem a análise, permitindo a comparabilidade com outras empresas e facilitando o entendimento por parte dos usuários. A convergência contábil aos padrões internacionais tornou-se irreversível em um contexto de inserção do Brasil, na economia global e de fortalecimento do mercado de capitais nacional, uma vez que, a apresentação de dois conjuntos de demonstrações contábeis, um de acordo com os padrões nacionais e outro de acordo com os padrões internacionais, pode facilitar erros e ensejar confusões de interpretação. Adicionalmente, a convergência contábil amplia a transparência das empresas para investidores de vários mercados, tendo potencial para contribuir para a redução do custo de capital das empresas.

Conselho Federal de Contabilidade

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) é uma entidade autônoma criada pela Resolução nº 1.055/05 do Conselho Federal de Contabilidade, com o objetivo de estudar, preparar e emitir Pronunciamentos Técnicos, Orientações e Interpretações sobre procedimentos de contabilidade, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais.

Os produtos mais conhecidos do CPC são os Pronunciamentos Técnicos, documentos que visam a esclarecer conceitos e harmonizando a forma de entendimento e utilização das normas contábeis. Cada Pronunciamento trata de um tema (ou alguns temas correlatos), com abordagem bastante detalhada, uniformizando conceitos e orientando sobre a forma de aplicação das normas.

Desde 2009 a CVM vem publicando Deliberações que aprovam os pronunciamentos técnicos contábeis, referendando seus termos e determinando sua aplicação para as demonstrações financeiras das companhias abertas.

4.3.2. Demonstrações Financeiras

As demonstrações contábeis, também chamadas de demonstrações financeiras, acompanhadas do relatório da administração e do parecer do auditor independente, devem ser elaboradas ao final de cada exercício e publicadas no Diário Oficial da União ou do Estado e em outro jornal de grande circulação no prazo máximo de três meses após o encerramento de cada exercício social.

As demonstrações contábeis são uma representação estruturada da posição patrimonial e financeira e do desempenho da entidade. O objetivo das demonstrações contábeis é o de proporcionar informação acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade que seja útil a um grande número de usuários em suas avaliações e tomada de decisões econômicas. As demonstrações também objetivam apresentar os resultados da atuação da administração, em face de seus deveres e responsabilidades na gestão diligente dos recursos que lhe foram confiados.

Também devem ser encaminhadas para a CVM e para a Bolsa na data de sua publicação ou quando forem colocadas à disposição dos acionistas (o que ocorrer primeiro), através de um sistema eletrônico. É importante destacar que as demonstrações financeiras aqui mencionadas não devem ser confundidas com eventuais publicações resumidas do demonstrativo, nem com as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), que serão explicadas ainda neste capítulo.

4.3.3. Formulário de Referência

O Formulário de Referência, que substituiu o antigo IAN (formulário de informações anuais), segue um modelo de registro em que todas as informações referentes ao emissor, como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas são reunidos em um único documento, que deve ser arquivado e atualizado regularmente no site da CVM.

Além de arquivá-lo no momento do registro, as companhias precisam entregar o Formulário de Referência atualizado anualmente, em até 05 meses a contar da data de encerramento do exercício social, bem como reapresentá-lo na data do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Deve também atua-

lizar campos específicos na hipótese de ocorrência de alguns fatos citados na norma, o que o torna um documento bastante dinâmico, além de muito importante para que os investidores acompanhem a evolução da companhia.

O Formulário de Referência, introduzido pela Instrução CVM 480/09, é considerado hoje uma das mais importantes e completas fontes de informação sobre as companhias abertas. Nas mais de 20 seções e dezenas de subseções é possível encontrar, entre outros: capital social, dados de cadastro, auditores independentes, informações financeiras, fatores de risco, histórico e atividades da companhia, grupo econômico, controladores e principais acionistas, comentários dos administradores, projeções, principais ativos, assembleias, remuneração dos administradores, recursos humanos e planos de recompra de ações.

4.3.4. Informações trimestrais

Importante instrumento de avaliação para os investidores, o formulário ITR contém as demonstrações contábeis elaboradas trimestralmente e é acompanhado do Relatório de Revisão Especial, emitido por auditor independente registrado na CVM. Estas demonstrações referem-se aos três primeiros trimestres do exercício social, devendo ser apresentadas em até quarenta e cinco dias após o término de cada trimestre, ou quando a empresa divulgá-las para acionistas ou terceiros antes deste período.

Ressalta-se que caso sejam realizadas projeções empresariais, elas devem ter acompanhamento sistemático no ITR, que deve apresentar claramente a concretização ou não das etapas planejadas anteriormente.

4.3.5. Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)

O Formulário Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) é um documento eletrônico que deve ser encaminhado à CVM pelo emissor nacional em até três meses contados do encerramento do exercício social (emissor estrangeiro em até quatro meses) ou na mesma data de envio das demonstrações financeiras de encerramento de exercício, o que ocorrer primeiro.

O formulário DFP traz, de uma forma padronizada, as demonstrações financeiras do exercício social de referência e dos dois exercícios anteriores. Por seu formato fixo e padronizado, este documento permite fácil comparação com os exercícios anteriores e até mesmo com os dados de outras companhias.

Ressalta-se que o envio do formulário DFP, como regra geral, não dispensa o envio das demonstrações financeiras que serviram de base para o seu preenchimento e vice-versa. Ele é um documento complementar que oferece os mesmos dados em uma forma diferente, uniforme e comparativa.

Caso divulgue projeções, o emissor deverá indicar, no campo “Comentário sobre o comportamento de projeções empresariais”, as projeções divulgadas no Formulário de Referência e compará-las com os resultados efetivamente obtidos no trimestre, indicando as razões para eventuais diferenças.

4.3.6. Atos ou fatos relevantes

Atos ou fatos relevantes devem ser comunicados prontamente. São considerados relevantes todos os atos e fatos ocorridos nos negócios da companhia ou de suas controladas, inclusive decisões do acionista controlador e deliberações da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico, que possa influir de modo ponderável:

- ✓ na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- ✓ na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
- ✓ na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes:

- ✓ mudança ou transferência no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
- ✓ celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
- ✓ ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

- ✓ autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
- ✓ decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
- ✓ incorporação, fusão, cisão, transformação ou dissolução da companhia ou envolvendo empresas ligadas;
- ✓ mudança na composição do patrimônio ou nos critérios contábeis, renegociação de dívidas e aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
- ✓ aquisição de ações da empresa para permanência em tesouraria ou cancelamento e alienação de ações assim adquiridas;
- ✓ lucro ou prejuízo da companhia, atribuição de proventos em dinheiro, desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
- ✓ aprovação, alteração, desistência ou atraso na implantação de projeto;
- ✓ descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
- ✓ modificação de projeções divulgadas pela companhia;
- ✓ impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou proposição de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

Além de comunicar à CVM e à Bolsa, a empresa deve disseminar a informação através de seu site de relações com investidores e divulgando nos jornais de grande circulação normalmente utilizados pela companhia para publicações. Neste último caso, é possível publicar o fato resumidamente, desde que haja indicação de que a informação completa encontra-se no site da empresa.

No campo da autorregulação, a Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA) publicou o “Manual de Controle e Divulgação de Informações Relevantes”, que versa sobre práticas a serem adotadas no tratamento de informações privilegiadas, objetivando prevenir o seu vazamento. Além da ABRASCA, o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM) também realiza

um trabalho de oferecer orientação e sugestões às companhias abertas e aos profissionais do mercado de capitais, através de seus “Pronunciamentos”, sobre as alternativas mais adequadas de divulgação de informações, buscando aprimorar continuamente a qualidade, a transparência, a tempestividade, a acessibilidade e o detalhamento dessas informações.

4.3.7. Informações Voluntárias

Oferecer informações voluntárias ao mercado é uma das prioridades na estrutura de planejamento da área de RI, que deve ser pautada pela busca de um modelo eficiente de divulgação que consiga abranger não apenas a apresentação de metas corporativas e setoriais, mas também uma série de dados gerados pelas mais diversas áreas da companhia.

A política de divulgação deve considerar que o mercado demanda, em ritmo crescente, um volume considerável de informações operacionais, técnicas e comerciais, efeito da globalização da economia e do interesse mais abrangente dos investidores a respeito de todos os indicadores capazes de alterar o desempenho futuro da companhia.

Além do que exige a lei, portanto, a informação adicional de alto valor focaliza fatores macroeconômicos, dados sobre o setor, as estratégias da empresa, a posição competitiva e a contribuição dos ativos intangíveis. Vale ressaltar que o RI também pode identificar, por meio de pesquisas e contato direto, quais são as principais demandas dos participantes do mercado: metas da empresa para os próximos anos, suas expectativas e planos no âmbito operacional e comercial; geração e distribuição da riqueza; atuação socioambiental vinculada com as operações da empresa e as altruístas.

O mercado reconhece positivamente a postura de algumas companhias de oferecer altos níveis de transparência, com divulgação constante de informações que vão além daquelas exigidas na legislação.

4.4. Governança Corporativa

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia e favorecer a sua longevidade ao proteger todas as

partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores.

Este assunto será tratado com maior profundidade no capítulo “Governança Corporativa”. Por enquanto, cabe enfatizar que a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.

4.5. Assembleias

A realização de Assembleias Gerais Ordinárias ou Extraordinárias é um instrumento importante para o processo de participação dos acionistas nas deliberações que afetam a realidade da empresa.

Em um constante processo de aperfeiçoamento, à medida que o número de acionistas de uma companhia cresce, é desejável que as assembleias contem com um número cada vez mais expressivo de participantes. Diante disso, o departamento de Relações com Investidores passa a gerenciar novos desafios na convocação e instalação das assembleias, acompanhando as demandas dos acionistas e buscando formas de facilitar e estimular a participação de um público mais numeroso.

Os editais de convocação de Assembleias Gerais Ordinárias ou Extraordinárias devem enumerar, expressamente, o local, data e hora, a ordem do dia, todas as matérias a serem deliberadas, não se admitindo que sob a rubrica “assuntos gerais” haja matérias que dependam de deliberação da assembleia. Adicionalmente, as empresas deverão remeter à Bolsa, na data da publicação da convocação, os documentos colocados à disposição dos acionistas, incluindo propostas a serem deliberadas.

Qualquer deliberação da Assembleia Geral ou da administração que implique a alteração da forma de negociação dos valores mobiliários no pregão seguinte deve ser encaminhada à Bolsa até as 18h30 do dia da realização da assembleia ou da reunião. São exemplos de deliberações que alteram a forma de negociação: pagamento de proventos, desdobramento ou grupamento de ações.

Além disso, é fundamental que o resumo das deliberações tomadas em Assembleia Geral ou em reunião do Conselho de Administração (neste último caso sempre que forem de interesse do mercado) seja enviado para a Bolsa imediatamente após a sua realização, ainda que tais deliberações não interfiram na forma de negociação dos valores mobiliários.

De qualquer forma, a empresa está obrigada a transmitir para a CVM e para a Bolsa, em formato eletrônico, as atas destas reuniões e assembleias na forma e nos prazos estipulados pela legislação.

4.5.1. Assembleia Eletrônica

Com objetivo de aperfeiçoar e modernizar as formas de contato com os acionistas, a Lei das S.A. foi alterada em 2011 para incluir autorização expressa para que os acionistas de companhias abertas possam participar à distância das assembleias gerais, inclusive votando nas deliberações. Essas são as chamadas “Assembleias Eletrônicas” ou “Votações Eletrônicas”.

A importância da permissão do uso do voto eletrônico em assembleias gerais aumenta à medida que aumenta no Brasil o número de companhias cujo capital é composto apenas de ações ordinárias, em vários casos sem acionista majoritário. Nesse cenário, aumenta a necessidade de uma sistemática simples, que diminua o custo do exercício do direito de voto pelo acionista e facilite a participação de todos eles na supervisão dos negócios sociais. Sócios minoritários que antes acabavam não votando pelo alto custo de deslocamento até a cidade em que se realizaria a Assembleia podem, com a

adoção dessa sistemática, participar efetivamente das decisões da companhia.

A lei agora dispõe que “o acionista poderá participar e votar à distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários”. Embora a referida regulamentação ainda não tenha sido emitida, ressalta-se que a CVM já se manifestou no sentido de que não há impedimento para que as companhias realizem assembleia em que se faça uso do voto à distância. Para tanto, as empresas devem assegurar que os meios escolhidos para conferir o voto à distância sejam disponibilizados a todos os acionistas, preservem a segurança das votações (inclusive possibilitando a verificação da qualidade de acionista das pessoas que exercerão o direito de voto), e garantam a possibilidade de posterior verificação da forma como cada acionista votou.

4.6. Estrutura de Administração

4.6.1. O acionista controlador

O conceito atual de acionista controlador não mais o associa apenas à pessoa, física ou jurídica, que detém a maioria das ações com direito a voto. Por outro lado, busca-se identificar em uma sociedade quem de fato exerce o poder de controle, seja uma pessoa ou um grupo de acionistas.

Há outras possibilidades para o exercício do poder de controle que não apenas a majoritária, exercida devido à propriedade da maioria absoluta das ações com direito a voto. Pode haver um controle compartilhado, em que o poder é exercido por diversas pessoas em grupo constituído, por exemplo, em um acordo de acionistas. Pode ainda existir a figura do controle minoritário, na hipótese de uma companhia com ações dispersas no mercado, em que um acionista ou grupo de acionistas, mesmo com menos da metade do capital votante, exerça de fato o poder de controle. E mais, mesmo em uma estrutura societária com um sócio majoritário, pode não ser este quem de fato exerça o poder de controle.

A importância em caracterizar o acionista controlador como quem tem efetivamente o poder de controle na sociedade está relacionada às implicações disso nos rumos dos negócios. Envolve mais que uma simples questão de direito, ao contrário, torna-

se uma questão de fato, no sentido de identificar quem realmente tem poderes para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos. Assim, o acionista controlador deixa de ser visto como apenas mais um dentre todos os acionistas da companhia e passar a ser visto como se fosse um órgão da sociedade, integrante da estrutura, com objetivos, direitos e deveres.

A Lei das S.A., introduzindo esse conceito moderno, apresenta duas características que devem estar presentes simultaneamente para a caracterização do acionista controlador:

- ✓ ser titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- ✓ usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social. Embora tenha condições de fazer valer suas posições, o controlador não tem poderes ilimitados. Ele tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

A Lei 6.404/76 determina expressamente a responsabilização dos acionistas controladores por atos praticados com abuso de poder, ou seja, o exercício do poder com fim distinto ao determinado na lei e no estatuto da companhia. Indo além, a lei ainda cita modalidades de exercício abusivo de poder, entre as quais citamos:

- ✓ orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, em prejuízo dos acionistas minoritários;
- ✓ promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos funcionários ou aos investidores;
- ✓ eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
- ✓ induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal;

- ✓ contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
- ✓ aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.

A definição de limites para o poder de controle é uma evidente preocupação em proteger os acionistas minoritários de possíveis abusos de poder dos controladores. Três aspectos fundamentais podem ser considerados como avanços na regulamentação dessa proteção:

- ✓ mudança no foco da definição do acionista controlador, que passou de um critério exclusivo da propriedade das ações para a verificação de quem realmente exerce o poder de controle nas companhias;
- ✓ na compreensão do fato de que o acionista controlador desempenha um papel especial, como uma unidade própria na organização, com objetivos, direitos e deveres; e
- ✓ no reconhecimento de que esse poder, caso mal utilizado, pode ser prejudicial aos acionistas minoritários e que, por isso, precisa da tutela regulamentar.

4.6.2. Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal é um órgão existente em todas as companhias, abertas ou fechadas, mas não necessariamente sempre em funcionamento.

Em uma companhia aberta, se por força de seu estatuto social o Conselho Fiscal não for permanente, será instalado mediante pedido, em qualquer Assembleia Geral da companhia, de acionistas que representem, no mínimo, os percentuais definidos pela CVM em função do capital social de cada companhia.

O Conselho Fiscal será composto por 3 a 5 membros, indicados pela Assembleia Geral. Os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, têm direito a eleger um membro em votação em separado. Igual direito cabe aos acionistas minoritários titulares de ações ordinárias, desde que representem pelo menos 10% do capital social. Os demais membros serão indicados pelo acionista controlador.

Não podem ser eleitos para o Conselho Fiscal empregados ou membros dos órgãos de administração da companhia ou de sociedade do mesmo grupo, nem cônjuges ou parentes até terceiro grau dos administradores. Também são inelegíveis para o cargo de conselheiro fiscal as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, além daquelas declaradas inabilitadas por ato da CVM.

Deveres e Atribuições do Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal é um órgão extremamente importante nas companhias, pois, conforme seu próprio nome indica, a ele cabe a fiscalização da regularidade dos atos praticados pelos administradores. Nas companhias abertas a relevância é ainda maior, pois os acionistas minoritários, dispersos no mercado, nem sempre são capazes de se organizar de forma eficaz para exercer esta fiscalização.

Não se inserem no rol das atribuições conferidas ao Conselho Fiscal a competência para avaliar o mérito da gestão da companhia. O Conselho analisa a regularidade dos atos, mas não opina sobre a conveniência ou a qualidade das decisões da administração.

O órgão é colegiado, isto é, seus membros se reúnem para analisar os assuntos de sua competência e emitem pareceres e manifestação a respeito. Todavia, a fiscalização pode ser exercida pelos membros individualmente. Embora os pareceres e manifestações sejam, normalmente, do Conselho como um todo, qualquer de seus membros pode ler suas manifestações individuais nas Assembleias Gerais da companhia.

A competência do Conselho Fiscal inclui:

- ✓ fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;
- ✓ opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da Assembleia Geral;
- ✓ opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à Assembleia Geral, relativas a modificações do capital social, emissão de debêntures

ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamento de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia;

- ✓ denunciar, por qualquer de seus membros, ao Conselho de Administração e à Diretoria e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à Assembleia Geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia;
- ✓ convocar a Assembleia Geral Ordinária, se os órgãos da administração retardarem, por mais de um mês, essa convocação, e a Extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias;
- ✓ analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;
- ✓ examinar as demonstrações financeiras do exercício social, e sobre elas opinar.

O Conselho, no exercício de suas funções, poderá requisitar informações aos administradores e auditores independentes da companhia. Poderá, também, formular questões a serem respondidas por peritos indicados pela diretoria da sociedade, para apurar ou esclarecer fatos relacionados às suas atividades.

4.6.3. Conselho de Administração

O Conselho de Administração é um órgão de natureza colegiada, composto por, no mínimo, três membros, eleitos pela Assembleia Geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, obrigatório nas companhias abertas e nas de capital autorizado. Seus membros devem se reunir e deliberar sobre determinadas matérias definidas em lei e no estatuto social, tais como eleição dos diretores da companhia, escolha e destituição dos auditores independentes, orientação geral dos negócios e a prestação de garantias, pela companhia, a obrigações de terceiros.

Outra importante função do Conselho de Administração é fiscalizar a gestão dos diretores, que são responsáveis pela representação da companhia e pela implementação das deliberações da Assembleia Geral e do Conselho de Administração.

Os membros do Conselho de Administração são eleitos pela Assembleia Geral, cuja ata, que deverá conter a qualificação e o prazo de gestão de cada um dos eleitos, será

arquivada no registro do comércio e publicada. O conselheiro eleito deve ter reputação ilibada, sendo inelegíveis as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, bem como as pessoas declaradas inabilitadas por ato da Comissão de Valores Mobiliários.

Além disso, também não pode ser eleito para integrar o Conselho de Administração, salvo dispensa da Assembleia Geral, a pessoa que ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado e que tenha interesse conflitante com a sociedade, presumindo-se ter interesse conflitante com a sociedade a pessoa que, cumulativamente:

- ✓ tenha sido eleita por acionista que também tenha eleito conselheiro de administração em sociedade concorrente, e
- ✓ mantenha vínculo de subordinação com o acionista que o elegeu.

Em regra, as deliberações das Assembleias Gerais são tomadas por maioria dos votos, isto é, o acionista controlador tem o poder de aprovar matérias postas em votação. A fim de evitar que o acionista controlador sempre indique a totalidade do Conselho de Administração, a Lei das S.A. criou alguns mecanismos visando facilitar a eleição de parte de seus membros por acionistas minoritários: o voto múltiplo e a votação em separado.

O Voto Múltiplo

Como regra geral, cada ação ordinária confere ao seu titular o direito a um voto nas deliberações da Assembleia (as ações preferenciais também, se não tiverem seu direito de voto suprimido pelo estatuto social). Todavia, nas deliberações para eleição de Conselheiros, os acionistas podem requerer a adoção do sistema de voto múltiplo, que facilita a eleição pelos minoritários.

Por este sistema, cada ação passa a ter direito não mais a um único voto, mas sim a tantos votos quantos forem as vagas no Conselho a serem preenchidas. Os acionistas minoritários podem concentrar seus votos em um ou mais candidatos, e, desta forma, possibilitar a eleição de seus representantes no Conselho de Administração.

A deliberação por voto múltiplo deve ser requisitada, com antecedência de 48 horas em relação à data da Assembleia Geral, pelos acionistas que desejarem utilizar tal

sistema, desde que representem um percentual mínimo do capital, que varia entre 5% e 10%, em função do capital social da companhia. O percentual mínimo de participação no capital votante necessário à requisição da adoção do voto múltiplo deverá constar, obrigatoriamente, no edital de convocação das assembleias destinadas à eleição dos membros do referido conselho.

A Votação em Separado

É facultado aos acionistas da companhia, titulares de ações preferenciais e minoritários detentores de ações ordinárias, a eleição em separado de membros do Conselho de Administração. Através desse mecanismo, os minoritários podem se reunir para eleger os Conselheiros, durante a Assembleia, em votação da qual o controlador não participará. Poderá ser eleito um membro do Conselho pelos acionistas preferencialistas e outro pelos acionistas ordinários minoritários.

Os preferencialistas, para poderem exercer esse direito, devem reunir interessados que, conjuntamente, detenham pelo menos 10% do capital total da companhia. Já os titulares de ações ordinárias interessados deverão deter, pelo menos, 15% do capital votante.

Caso os acionistas preferencialistas e ordinários não consigam reunir os percentuais mínimos indicados, poderão opcionalmente se reunir para eleger um Conselheiro, também em separado do acionista controlador. Para isso devem representar interessados que detenham, conjuntamente, pelo menos 10% do capital da companhia.

É importante notar que as ações ordinárias de acionistas minoritários que forem utilizadas na votação em separado para eleger um integrante do Conselho de Administração não conferirão aos seus titulares o direito de votar novamente no procedimento de voto múltiplo. Portanto, os acionistas minoritários devem refletir para decidir qual dos procedimentos lhes é mais vantajoso.

A faculdade de eleger um representante no Conselho de Administração por votação em separado somente poderá ser exercida por acionistas minoritários que detenham suas ações pelo período mínimo de três meses ininterruptos antes da Assembleia.

4.7. Reorganizações Societárias

Reorganizações societárias são operações realizadas pelas companhias para reordenar sua estrutura, propriedade, operações, ativos ou estrutura de capital, com o objetivo de melhorar sua eficiência operacional, obter benefícios tributários e aumentar a percepção de valor que o público tem da empresa.

Nos últimos anos, as reorganizações societárias estiveram em evidência no cenário econômico brasileiro e mundial. Com a globalização da produção e a redução de barreiras no comércio mundial, as empresas viram-se obrigadas a aumentar sua produtividade e sua participação no mercado, na tentativa, principalmente, de obter ganhos de escala.

Além disso, com objetivo de melhorar seu desempenho, muitas delas decidiram focar em apenas alguns setores, ou mesmo em apenas um, abrindo mão de atuar nas demais áreas e repassando parte de suas operações em atividades consideradas não estratégicas para seu novo direcionamento.

No direito brasileiro, as reorganizações societárias incluem os seguintes instrumentos:

Transformação

A transformação é a reorganização societária pela qual a sociedade passa de um tipo jurídico para outro, independentemente de dissolução e liquidação. Não se confunde com modificação do capital social, mas sim do tipo societário, e deve obedecer aos preceitos que regulam a constituição e o registro do tipo a ser adotado.

A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.

Incorporação

A incorporação é a operação através da qual uma sociedade, chamada incorporada, é absorvida por outra, a incorporadora. A sociedade incorporada deixa de existir juridicamente e todo seu patrimônio é absorvido pela incorporadora, que a sucede em todas as obrigações e direitos.

A operação precisa ser aprovada pelas assembleias das duas companhias ou por reunião de sócios, no caso de sociedade empresária. Para a realização da operação deverão ser providenciadas avaliações do patrimônio por peritos e estabelecidas as relações de troca das ações, que é a quantidade de ações da incorporadora que os acionistas da incorporada receberão por sua parte na sociedade que deixará de existir.

A incorporação não se confunde com a aquisição do controle acionário. Neste caso, a sociedade continua existindo, apenas passando a ter um novo sócio controlador. Na incorporação, ao contrário, uma das principais características é, justamente, a extinção jurídica da sociedade incorporada.

Fusão

Assim como na incorporação, na fusão, duas ou mais sociedades unem seus patrimônios. A diferença crucial, entretanto, é que nesta operação todas as sociedades fusionadas deixam de existir juridicamente, e uma nova sociedade é criada, com nova personalidade jurídica e sucedendo-lhes em todos os direitos e obrigações.

O capital social da nova sociedade é integralizado com o patrimônio das sucedidas, sendo que as avaliações realizadas determinarão, portanto, a participação de cada acionista na nova companhia.

Cisão

A operação de cisão é caracterizada pela transferência de partes do patrimônio da sociedade cindida para uma ou mais sociedades, que podem ter sido constituídas para este fim ou já existirem.

A cisão pode ser classificada em total ou parcial. Na primeira, a sociedade original deixa de existir, tendo todo o seu patrimônio sendo dividido em duas ou mais partes. No segundo caso, a cisão parcial, a sociedade original continua existindo, tendo apenas parte do seu patrimônio subtraído para a operação de cisão.



5 GOVERNANÇA
CORPORATIVA

5. Governança Corporativa

As origens da governança corporativa como teoria remetem a conflitos inerentes à propriedade dispersa e à divergência entre os interesses dos diversos sócios – muitas vezes, pouco organizados – e os interesses dos gestores. Este modelo é comum em sociedades como os Estados Unidos e Inglaterra. No Brasil, em que a propriedade concentrada predomina, os conflitos de governança ocorrem à medida que a empresa cresce e novos sócios, sejam investidores ou herdeiros, passam a fazer parte da sociedade.

5.1. A necessidade de Boas Práticas de Governança

Os fatos descritos a seguir nada mais são do que um exemplo da possível montagem de um hipotético sistema de governança corporativa em uma empresa. Procura-se ilustrar que, a despeito de opiniões de que só empresas de grande porte podem adotar tais práticas, a governança corporativa, na verdade, trata-se de um modelo de administração aplicado a qualquer empresa, independente de seu porte ou estágio de maturidade.

A empresa geralmente nasce quando alguém, muitas vezes um indivíduo com espírito empreendedor, identifica uma necessidade dentro da sociedade (produtos ou serviços que as pessoas desejam), que ele acredita poder atender, em troca de remuneração por esta atividade.

No começo, e por algum tempo, o empreendedor desempenha todas as funções necessárias para que a empresa funcione: além de fundador, ele é o responsável por confeccionar os produtos ou prestar os serviços, cuida das finanças, do livro caixa, das vendas e do marketing. É ele quem toma todas as decisões, desde a compra de novas máquinas e equipamentos à forma como vai levantar recursos para a operação do negócio e o que vai ser feito com o resultado obtido.

Conforme a empresa cresce ele percebe não ser mais viável que só uma pessoa tome conta de tudo, e começa a trazer seus familiares (esposa, filhos, irmãos, etc.) para que lhe ajudem, ou começa a contratar seus primeiros funcionários, para que cuidem de áreas específicas do negócio. A partir daí o fundador começa a perder (ou a dividir) o poder de decisão, e também não tem mais controle absoluto sobre tudo o que acontece na empresa. Seus familiares ou os empregados tomam algumas decisões sem

comunicá-lo, ele não consegue mais fazer o acompanhamento diário (ou até horário) do caixa, e para tomar decisões mais importantes precisa consultar seus familiares e funcionários, que também possuem interesse no futuro do negócio. Inicia-se a divisão de poderes e responsabilidades.

Torna-se então necessária a criação de alguns controles formais, para que as informações sejam transmitidas a quem delas precise e tem o direito de recebê-las. Passam a ocorrer também reuniões periódicas para a tomada de decisões relevantes, nas quais são ouvidas as opiniões dos envolvidos. O fundador delimita as alçadas de decisão de cada uma das pessoas que trabalha no negócio, identificando em que situações e até que valores financeiros elas podem tomar decisões sem consultar ou aguardar por sua aprovação. Nesta fase são criados alguns controles internos e uma gestão mais compartilhada.

Aparece então uma oportunidade de ampliação do negócio, mas, sem ter os recursos necessários, o empreendedor precisa buscar um financiamento bancário. O banco exige que ele aprimore sua contabilidade, e é contratado um contador e um auditor, para preparar e fiscalizar as contas e demonstrações financeiras da empresa. O financiador exige ainda receber periodicamente informações sobre o negócio e sua saúde financeira, e trimestralmente a empresa envia esses dados ao gerente da conta. Aprimoram-se controles internos e adota-se a prática de auditoria dos números.

Vendo o sucesso do negócio, um amigo lhe propõe uma parceria e aporta uma boa quantia de dinheiro na empresa em troca de parte da sociedade. Com estes recursos, a empresa pode amortizar boa parte da dívida com o banco, mas o fundador tem que abrir mão de uma parte dos lucros e também de seu poder de decisão. E a entrada de um novo sócio amplia a divisão do poder decisório.

Empenhado em ver o negócio prosperar, ele aceita a parceria, capitaliza a empresa e a torna mais apta para aproveitar boas oportunidades de negócios que surgem. As decisões passam a ser compartilhadas entre os dois que, cansados de atuar no dia a dia da organização, decidem pela contratação de um profissional externo para tocar o negócio, enquanto eles se restringem a definir as principais diretrizes estratégicas para a empresa, um primeiro passo na separação entre propriedade e gestão.

Com a chegada da idade, e preocupados com o futuro de sua família, os dois sócios começam a distribuir sua participação no negócio (ações ou quotas) para seus filhos. De dois sócios a empresa passa a ter vários, e periodicamente todos se reúnem para serem informados dos rumos do negócio e tomar decisões relevantes para a empresa.

Instituem-se as primeiras assembleias de acionistas ou cotistas.

Os dois sócios iniciais continuam próximos do negócio, mas não atuando no dia a dia, nem nas decisões operacionais, mas apenas aconselhando o profissional que gere o negócio. Eles percebem que precisam de outros conhecimentos para exercer melhor essa função, e convidam outro empresário da cidade (especializado em algum assunto de interesse da empresa) para contribuir no processo decisório, em troca de alguma remuneração, formando um pequeno conselho de administração para comandar a empresa.

Os negócios continuam prosperando e, para crescer, torna-se necessário captar mais recursos, e em maior volume, motivo pelo qual os sócios decidem abrir o capital da empresa. Esse processo é conhecido como Abertura de Capital, e será tratado de forma detalhada no capítulo “Oferta Pública”. Com um maior número de sócios, a empresa se vê compelida a adotar políticas de transparência, divulgação e a reforçar as estruturas já montadas nas fases anteriores, para dar segurança aos seus investidores de que a mesma está sendo bem administrada.

5.2. Institucionalização da Governança

Governança nada mais é do que um sistema de administração e exercício do poder em organizações.

Como todo sistema, é composto de estruturas, relações, processos e um objetivo a ser alcançado. Entre as estruturas de governança estão a assembleia de sócios (ou reuniões de sócios), o conselho de administração e a diretoria. As relações referem-se a toda a interface entre essas estruturas, enquanto os processos são a forma como as atividades são desempenhadas, avaliadas e monitoradas. E o objetivo do sistema é gerir a empresa ou organização da melhor forma possível, para que tenha maiores chances de alcançar seus objetivos com sucesso e favorecer sua longevidade.

Numa definição mais formal, podemos entender governança corporativa como “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle”(IBGC, 2009, p. 19).

A necessidade de um sistema de governança estruturado surge conforme a empresa

vai ficando maior e mais complexa, com o aumento do número de sócios, a impossibilidade de assumirem todas as responsabilidades da condução do negócio e a consequente contratação de executivos para gerir o dia a dia.

Quando incorporadas às leis, algumas práticas de governança corporativa tornam-se obrigatórias para todas ou determinadas empresas atuantes onde essa legislação é vigente. Outras práticas são exigidas como instrumentos de autorregulação, ou seja, tornam-se obrigatórias para empresas que desejam fazer parte de um grupo, por exemplo, o grupo de empresas com ações negociadas em bolsa de valores, sujeitas aos órgãos públicos reguladores e às normas de funcionamento da empresa responsável pela negociação das ações. Contudo, em grande parte, as boas práticas de governança corporativa são propostas sob forma de recomendações por organizações nacionais e internacionais e por pesquisadores, podendo ser voluntariamente adotadas nas empresas, bem como adaptadas a particularidades de suas trajetórias, culturas e estratégias.

5.3. Origens do tema Governança Corporativa

Ao longo do século XX, a economia dos diferentes países tornou-se cada vez mais marcada pelo processo de globalização e pelo crescimento das operações das grandes instituições financeiras e de prestação de serviços, ao lado das atividades industriais. A origem dos debates sobre governança corporativa está intrinsecamente ligada neste contexto à estrutura de propriedade dispersa de grandes empresas e da dificuldade, nesses casos, de garantir o alinhamento entre os interesses das empresas e os rumos da gestão.¹

Como bem demonstra Paul Frentrop (2002), trata-se de uma preocupação bastante antiga que já era objeto de reflexões no século XVII, época das grandes navegações protagonizadas pelas companhias de comerciantes estruturadas em ações. Mas as discussões somente ganharam vulto no século XX, intensificando-se à medida que aumentava o papel do sistema financeiro e do mercado de capitais.

O modelo de propriedade dispersa expandiu-se inicialmente nos Estados Unidos, devido a aspectos econômicos, culturais e políticos. Deve-se ter em mente que, ao con-

¹ Cf. MORCK, 2005.

trário da grande maioria dos Estados que se envolveram na Primeira Grande Guerra (1914-1918),² este país viveu nos anos seguintes um momento de prosperidade econômica, consolidando-se como potência mundial. Seu poder de influência na época foi evidenciado pelos efeitos da Grande Depressão³ que, rapidamente, atingiu praticamente todos os países do globo, ocasionando graves consequências políticas e sociais.

Durante os anos 30, após os efeitos mais severos da crise, novas grandes corporações continuaram surgindo nos Estados Unidos. Diferenciavam-se, contudo, da maior parte das empresas que haviam prosperado nas décadas anteriores, nas mãos de famílias ou de indivíduos que se tornaram mundialmente conhecidos: Du Pont, Morgan, Rockefeller, entre outros. Na cultura empresarial predominante até este momento, os proprietários — um ou alguns indivíduos ou famílias — tinham o poder sobre as decisões administrativas de suas empresas, frequentemente ocupando os mais importantes cargos da gestão.

No país que continuaria, ao longo do século, a se firmar nas relações de força internacionais, o capitalismo demonstrava sinais de avanços rumo à complexidade. A estrutura de propriedade dispersa, com ações negociadas no mercado de capitais (bolsas de valores), tornava-se característica cada vez mais comum entre suas empresas.⁴ Paulatinamente, esse tipo de controle passou a caracterizar empresas também em outros países (SILVA, 2006, p. 5).

A partir do momento em que há um conjunto de vários sócios — ou acionistas — a interferência direta pelos sócios nas decisões tornou-se impraticável, passando frequentemente a ser privilégio de controladores majoritários que, a exemplo do que ocorria nas empresas familiares, muitas vezes ocupavam a função de Presidente do Conselho de Administração (*Chairman*) e o cargo de principal executivo (ou CEO, *Chief Executive Officer*) ou optavam pela contratação de gestores profissionais para essa função (SILVA, 2006, p. 5).

Em 1976, Jensen e Meckling publicaram seus estudos, focados em empresas norte-americanas e britânicas, mencionando o que convencionaram chamar de problema de agente-principal (que deu origem à Teoria da Firma ou Teoria do Agente-Principal).

² Com a mobilização dos recursos nacionais para os esforços militares, as grandes perdas sofridas e as dívidas assumidas, enfrentaram nos anos seguintes sérias dificuldades econômicas (Cf. HOBBSAWM, 2007).

³ Grande crise econômica que teve como marco principal a queda da bolsa de Nova Iorque (1929), causada basicamente por um excesso de produção nos Estados Unidos em relação à capacidade para absorção (compra) de seus produtos pelo mercado interno e externo, evidente desequilíbrio entre a oferta e a demanda (HOBBSAWM, 2007).

⁴ Essa estrutura de controle, na época, foi objeto de atenção de estudiosos como Berle e Means (1932).

Segundo esses acadêmicos, o problema agente-principal surgia quando o sócio (principal) contrata outra pessoa (agente) para que administre a empresa em seu lugar.

De acordo com a teoria desenvolvida, os executivos e conselheiros contratados pelos acionistas tenderiam a agir de forma a maximizar seus benefícios (maiores salários, maior estabilidade no emprego, mais poder, etc.), agindo em interesse próprio, e não segundo os interesses da empresa e de todos os acionistas e demais partes interessadas (*stakeholders*)⁵. Para minimizar o problema, os autores sugeriram que as empresas e seus acionistas deveriam adotar uma série de medidas para alinhar interesses dos envolvidos, objetivando, acima de tudo, o sucesso da empresa. Para tanto, foram propostas medidas que incluíam práticas de monitoramento, controle e ampla divulgação de informações. Anos depois, convencionou-se chamar esse conjunto de práticas de governança corporativa.

As discussões envolvendo acadêmicos, investidores e legisladores, originando teorias e marcos regulatórios, avolumaram-se nos anos 90, após os graves escândalos contábeis na década anterior com diferentes empresas (IBGC, 2006, p. 59). Em 1992 foi publicado na Inglaterra o Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa.

No mesmo ano, foi divulgado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa, a General Motors (GM) nos Estados Unidos. Sintomas do mesmo movimento são verificados pouco depois nos resultados de uma pesquisa realizada por um Fundo de Pensão denominado Calpers (*California Public Employees Retirement System*) nos Estados Unidos, que constatou que mais da metade das 300 maiores companhias daquele país já tinham seus manuais de recomendações de governança corporativa⁶.

As discussões internacionais foram fortalecidas pelas iniciativas da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) que criaram um fórum para tratar especificamente sobre o tema, o *Business Sector Advisory Group on Corporate Governance*. Diretrizes e princípios internacionais passam a ser considerados na adequação de leis, na atuação de órgãos regulatórios e na elaboração de recomendações.

⁵ De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, “Partes interessadas são indivíduos ou entidades que assumem algum tipo de risco, direto ou indireto, relacionado à atividade da organização. São elas, além dos sócios, os empregados, clientes, fornecedores, credores, governo, comunidades do entorno das unidades operacionais, entre outras” (IBGC, 2009, p. 54).

⁶ Linha do Tempo IBGC, disponível ao final deste capítulo

Na primeira década do século XXI, o tema governança corporativa tornou-se ainda mais relevante, a partir de escândalos corporativos envolvendo empresas norte-americanas como a Enron, a WorldCom e a Tyco, desencadeando discussões sobre a divulgação de demonstrações financeiras e o papel das empresas de auditoria. O congresso norte-americano, pouco depois e em reação às fraudes ocorridas nestas empresas, aprovou a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), com importantes definições sobre práticas de governança corporativa.

Com o passar do tempo, verificou-se que os investidores estavam dispostos a pagar mais por empresas que adotavam boas práticas de governança corporativa e que tais práticas não apenas favoreciam os interesses de seus proprietários, mas também a longevidade das empresas.

5.4. Desenvolvimento da Governança no Brasil

No Brasil, as discussões sobre governança corporativa começaram em 1995, a partir da criação de um instituto privado voltado especificamente para a temática. Inicialmente denominado Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), com sua denominação alterada em 1999 para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)⁷. Aos poucos, o IBGC tornou-se reconhecido nacional e internacionalmente, assumindo a liderança nos debates sobre questões de governança no país e na América Latina (IBGC, 2006).

⁷Inspirado no Institute of Director (IoD), do Reino Unido.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa foi idealizado pelo administrador de empresas sueco Bengt Hallqvist e o consultor João Bosco Lodi, que vislumbravam a necessidade da criação de um organismo destinado a colaborar com a qualidade da alta gestão das organizações brasileiras. Essa foi a crença que levou um grupo de 36 pessoas, entre empresários, conselheiros, executivos, consultores e estudiosos, a fundar, em 27 de novembro de 1995, o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). A ideia era fortalecer a atuação desse órgão de supervisão e controle nas empresas. Com o passar do tempo, entretanto, as preocupações se ampliaram para questões de propriedade, diretoria, conselho fiscal e auditoria independente⁸.

Ainda na década de 90, o IBGC ofereceu o primeiro curso para a profissionalização de conselheiros de administração e publicou o primeiro documento brasileiro com diretrizes de governança corporativa: o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” (1999), que teve posteriormente outras três edições revistas e atualizadas. Outras iniciativas foram criadas a partir disto, como a premiação de estudos e reportagens sobre temáticas relacionadas e de empresas que adotam boas práticas de governança, o programa de certificação de conselheiros e a realização de vários cursos, eventos, publicações e pesquisas.

Em 1999, o Instituto passou a se denominar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), e hoje é reconhecido nacional e internacionalmente como a principal referência na difusão das melhores práticas de Governança na América Latina. Sua missão é “ser referência em governança corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes de nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade”.

Algumas discussões sobre os direitos dos acionistas passavam a assumir na época importância por causa de alguns eventos, entre eles a aquisição, em 1998, por meio de oferta hostil⁹, sem tag along¹⁰, do controle das Lojas Renner pelo grupo JC Penney, multado posteriormente pela CVM. Foram muitos os desafios enfrentados para a difusão do tema, pois a cultura empresarial brasileira não se caracterizava por tradição no mercado de capitais e não era ainda dedicada expressiva atenção ao papel do conselho de administração.

⁸ IBGC.Histórico. Disponível em www.ibgc.org.br

⁹ Aquisição de uma empresa por outra sem prévia negociação com a administração ou os acionistas, geralmente através de transação em bolsa.

¹⁰ É um mecanismo de proteção que garante aos acionistas minoritários o direito de alienar suas ações por valor similar àquele pago ao controlador em caso de alienação de ações realizada pelos controladores

Como instrumento de autorregulação e incentivo ao mercado acionário, a BM&FBO-VESPA não tardou em lançar segmentos diferenciados de governança corporativa. A exemplo do que já havia sido feito em outros países, os segmentos diferenciados de governança, lançados oficialmente em dezembro de 2000, exigiam patamares de governança corporativa mais rígidos do que os requeridos pela lei societária brasileira. No âmbito legislativo, houve avanços com a reforma da Lei das S.A. principalmente com a aprovação da Lei 10.303/2001.

5.5. A relação entre Acionistas e Administradores

A Sociedade por ações, um dos tipos de sociedades empresárias previstas pela legislação brasileira, é regida pela Lei 6.404/76, que normatiza, entre muitos outros aspectos, elementos do sistema de governança corporativa. Como exposto no capítulo “Companhias”, esse tipo de sociedade caracteriza-se pela divisão do capital em partes de igual valor nominal — as ações — por meio das quais se materializa a participação do acionista.

O interesse do governo federal ao acompanhar as sociedades por ações abertas está relacionado com a proteção aos investidores e às partes interessadas. Nesse sentido, a lei determina que a estrutura organizacional dessas empresas deva necessariamente ser composta de: Assembleia Geral, Conselho de Administração (obrigatório em companhias abertas e as de capital autorizado), Diretoria e Conselho Fiscal. Esses órgãos têm, além das atribuições fixadas na Lei das S.A., aquelas determinadas no Estatuto Social da empresa.

Para abordar a relação entre proprietários (acionistas) e a administração das empresas, cabe nesse momento recapitular os tipos de acionistas presentes no mercado e o seu poder de influência nas companhias:

- ✓ **Acionista majoritário:** é um indivíduo ou um grupo que detém o controle acionário de uma companhia, garantido por meio da propriedade de mais da metade das ações ordinárias (ON) — ações com direito a voto. Detém, com isso, o controle administrativo da empresa.
- ✓ **Acionista controlador:** é a pessoa física ou jurídica que não necessariamente possui mais da metade das ações ordinárias da companhia, mas detém ações

em proporção que lhes assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral, inclusive para a eleição dos administradores. Também são considerados acionistas controladores aqueles que, por meio de acordo de acionistas, detêm conjuntamente a maioria dos votos.

✓ **Acionista minoritário:** é o detentor de ações ordinárias de uma empresa, em proporção que não lhe permita o controle acionário e, consequentemente, o controle administrativo da empresa. Também é considerado acionista minoritário aquele que detém ações preferenciais (PN) sem direito a voto, em qualquer número.

Cabe expor algumas informações sobre a relação entre proprietário e administração de uma sociedade anônima, destacando os papéis da Assembleia Geral (ou Reunião de Sócios) e do Conselho de Administração.

Conforme a Lei das S.A., a Assembleia Geral, convocada e instalada, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. O Artigo 122 dispõe que compete privativamente à Assembleia Geral:

- ✓ reformar o estatuto social;
- ✓ eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;
- ✓ tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;
- ✓ autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1o, 2o e 4o do art. 59;
- ✓ suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);
- ✓ deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;
- ✓ autorizar a emissão de partes beneficiárias;
- ✓ deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e

- ✓ autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

A pergunta sobre quem são os administradores nos termos da lei brasileira não apresenta resposta simples. A administração das sociedades por ações compete ao conselho de administração e à diretoria ou só à diretoria, naquelas em que o Conselho não é obrigatório ou que não tiver sido constituído¹¹.

Cabe à Assembleia Geral eleger os conselheiros e aos conselheiros eleger os diretores. Nas companhias onde o Conselho não foi constituído, os diretores são eleitos diretamente pela Assembleia. Assim, quando menciona os administradores, a lei refere-se aos conselheiros e diretores eleitos, conforme previsto no Estatuto Social.

A Assembleia Geral ou a Reunião do Conselho que eleger administradores deve obedecer a determinados requisitos legais e estatutários quanto à sua convocação, instalação e deliberação, sendo dever do administrador eleito certificar-se de que esses requisitos legais foram observados.

O Conselho de Administração é encarado como guardião do objeto social e do sistema de governança, com poderes para decidir os rumos do negócio, conforme os interesses da organização. De acordo com a Lei, os conselheiros são eleitos em Assembleia, cabendo aos acionistas controladores o direito de eleger a maioria deles, sendo assegurado aos minoritários, com participação relevante, o direito de eleger um membro ou mais e seus suplentes. Uma vez eleito, o conselho presta contas à Assembleia, reportando atos da administração da companhia.

Como órgão deliberativo colegiado, o Conselho atua por meio de reunião devidamente convocada, da qual resultam deliberações sobre as matérias constantes da pauta. Compete ao Conselho, conforme a Lei das S.A.:

- ✓ fixar a orientação geral dos negócios da Companhia;
- ✓ eleger e destituir os diretores da Companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o Estatuto;
- ✓ fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da Companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de

¹¹ Nos termos da Lei das S.A., o Conselho de Administração é obrigatório nas sociedades por ações de capital aberto, nas de capital autorizado e nas de economia mista.

celebração e quaisquer outros atos;

- ✓ convocar a Assembleia Geral Ordinária, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social e outras assembleias quando julgar conveniente;
- ✓ manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da Diretoria;
- ✓ manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o Estatuto assim o exigir;
- ✓ deliberar, quando autorizado pelo Estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
- ✓ autorizar, se o Estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias e obrigações de terceiros; e
- ✓ escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Os diretores são responsáveis pela gestão e representação ativa e passiva da Companhia, com o poder de assinar contratos, cheques e outros documentos. O Estatuto pode ainda estabelecer que determinadas decisões sejam tomadas em Reunião da Diretoria ou mesmo impor que determinados atos somente possam ser praticados por esta, se previamente aprovados pelo Conselho ou Assembleia.

5.6. Princípios de Governança Corporativa

Ainda que existam normas impostas por instituições financiadoras, órgãos reguladores, bolsas de valores e legislações, a adoção de grande parte das boas práticas de governança corporativa é voluntária, ou seja, cabe às empresas a decisão de incorporar ou não as recomendações elaboradas. Além disso, as recomendações de boas práticas desenvolvidas nacional e internacionalmente passaram a ser voltadas não apenas a empresas de propriedade dispersa, mas a empresas familiares e a organizações de naturezas diversas.

As recomendações dos diversos códigos de governança costumam basear-se em princípios. No Brasil, o código mais reconhecido é o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, que se norteia por quatro princípios: transparência,

equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

5.6.1. Transparência

Mais do que a obrigação de informar, o princípio da transparência é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da organização com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem a criação de valor.

As organizações que baseiam suas ações na transparência propiciam a todos os interessados uma maior aproximação ao seu negócio, seja para investidores ou para clientes, passando pela atração e retenção de talentos.

A título de exemplo, no Brasil as empresas de capital aberto, através da diretoria de Relações com Investidores e do Formulário de Referência, instituído pela Instrução CVM nº 480, proporcionam uma maior clareza de suas ações e atividades desenvolvidas, sejam elas de caráter apenas financeiro ou incluindo informações de cunho social e ambiental.

5.6.2. Equidade

Caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*). Nas empresas, independentemente das formas de controle e das características do controlador (estatal, familiar, institucional, etc.), é recomendável que haja tratamento equânime entre todos os cotistas, seja no conhecimento de informações importantes para a tomada de decisões, seja nos benefícios ao conjunto de *stakeholders*.

5.6.3. Prestação de Contas (Accountability)

Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.

5.6.4. Responsabilidade Corporativa

Os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando a sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

O resultado da empresa não deve basear-se apenas no seu retorno financeiro. O foco das ações da empresa deve se pautar na preservação de seu valor como organização, levando em conta as externalidades — efeitos positivos ou negativos sobre terceiros — e a influência na sociedade como um todo.

É natural dentro de empresas que os acionistas, principalmente os majoritários e investidores institucionais, influenciem a tomada de decisão do Conselho de Administração buscando a defesa de seus interesses na organização. Porém, o princípio da responsabilidade corporativa indica que o administrador deve tomar suas decisões sempre pensando na perenidade da empresa, preservando seu valor e os benefícios para todos os envolvidos com a organização.

Um bom exemplo de Responsabilidade Corporativa são as ações desenvolvidas pelas empresas para a obtenção de matérias primas para seus produtos sem, no entanto, destruir ou exaurir os recursos naturais ou prejudicar aspectos sociais das comunidades onde atua.

Implementação das Melhores Práticas

Os princípios da governança são a base das práticas que podem ser aplicadas por qualquer organização, independente do porte, natureza jurídica ou tipo de controle.

O conhecimento dos princípios pode tornar-se instrumento útil nas organizações ao embasar as decisões tomadas quando existirem dúvidas sobre qual caminho seguir na adoção das boas práticas.

5.7. O Sistema de Governança Corporativa

A figura abaixo representa o sistema de governança corporativa ideal e seus agentes, conforme as recomendações do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009):

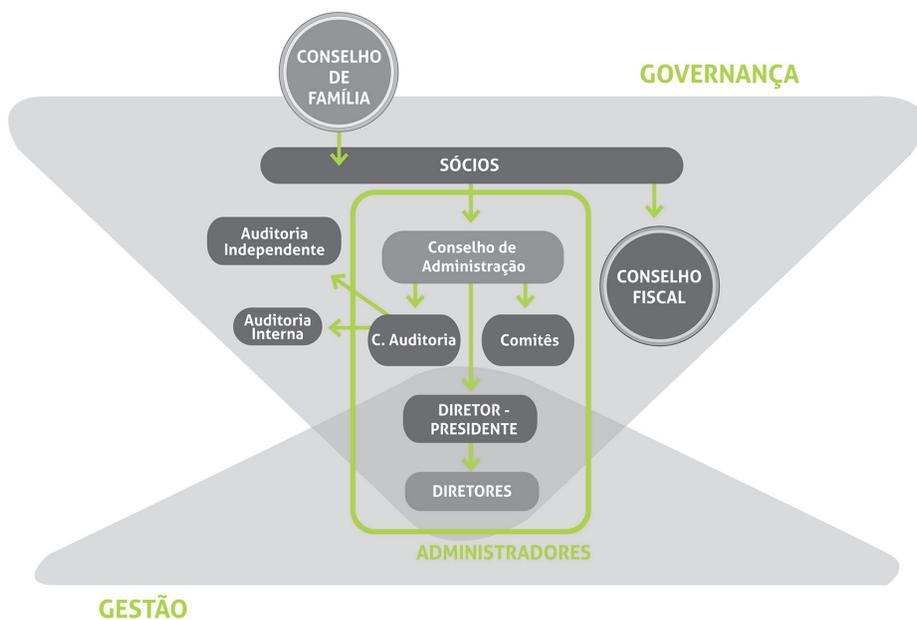


Figura 1 – O sistema de governança corporativa

Os sócios ou a assembleia de acionistas são a instância máxima de decisão dentro da organização. São eles que escolhem e destituem os membros do conselho de administração. Em empresas familiares pode ser criado o conselho de família, que irá discutir as questões relativas à família, de forma a separá-las das questões da empresa.

O conselho de administração, de acordo com a legislação brasileira e segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, é considerado o principal componente do sistema de governança, exercendo o papel de órgão máximo na fixação das diretrizes da companhia.

Em linhas gerais, é ele quem decide o rumo do negócio, sendo responsável por seu direcionamento estratégico e pela escolha, orientação e pelo monitoramento dos executivos. Para questões que demandem um maior aprofundamento de temas específicos, o conselho pode fazer uso de comitês para colaborar na eficiência de sua atuação¹².

Os executivos ou diretores são responsáveis pela gestão do negócio. São eles que ope-

¹² De acordo com Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, “Comitês são órgãos assessoriais ao Conselho de Administração. Sua existência não implica a delegação de responsabilidades que competem ao Conselho de Administração como um todo” (IBGC, 2009, p. 43). Podendo constar do estatuto ou não, consistem em grupos de estudos formados por conselheiros (e convidados, se necessário) que avaliam temas em profundidade e elaboram recomendações com o intuito de fundamentar decisões posteriores do conselho pleno.

racionalizam e executam as diretrizes estratégicas traçadas pelo conselho, a quem devem prestar contas de sua atuação. São responsáveis pelo relacionamento com os diversos públicos que são impactados ou impactam a atuação da companhia.

Conselho fiscal e auditoria independente são órgãos de controle. O primeiro verifica se conselheiros e executivos estão atuando de forma a cumprir seus deveres e responsabilidades, enquanto o segundo visa atestar se as demonstrações financeiras apresentadas pela empresa refletem, de fato, a realidade constatada na companhia.

5.8. O Conselho de Administração

O conselho de administração, elo entre os sócios e a gestão, é o órgão responsável por estabelecer as diretrizes da organização e tem o dever de zelar por sua longevidade. Por este motivo, suas atribuições referem-se a assuntos estratégicos e de monitoramento.

A definição de quais assuntos são estratégicos e, portanto, da alçada do conselho de administração, depende da evolução dos negócios da organização. A compreensão corrente, presente no Código das Melhores Práticas do IBGC, é que entre os assuntos de responsabilidade do conselho estão estratégia, estrutura de capital, apetite e tolerância a risco, fusões e aquisições e política de gestão de pessoas (IBGC, 2009, p. 30).

Os quatro macro-temas que serão vistos a seguir (gestão de riscos, recursos humanos, estratégia e estrutura de capital) resumem os aspectos das organizações que são cruciais para seu bom desenvolvimento e, portanto, requerem envolvimento direto do conselho de administração. Outros assuntos que merecem destaque são o acompanhamento pelo Conselho das práticas de governança adotadas, dentro do seu papel de guardiões da boa governança e a preocupação com conflitos de interesse, que devem ser endereçados pelas organizações em seus códigos de conduta.

5.8.1. Gestão de Riscos

O tema de gestão de riscos é relevante para a governança corporativa, pois as iniciativas nesse sentido contribuem para a longevidade das organizações, de acordo com seus objetivos estatutários e estratégicos (IBGC, 2007, p. 10).

Em 2008, durante a crise financeira internacional, o Brasil foi palco de diversos casos

envolvendo empresas com ações negociadas em bolsa de valores que apresentaram dificuldades financeiras decorrentes da excessiva exposição a riscos. Assim como casos semelhantes ocorridos em outros países, chamaram atenção para a importância da gestão de riscos para preservação das organizações.

Os riscos são inerentes à atividade de negócios e devem ser devidamente gerenciados pelas organizações para subsidiar a tomada de decisão pelos administradores (IBGC, 2007, p. 11). Verificando a importância da gestão de riscos para a condução dos negócios da companhia, o Código das Melhores Práticas do IBGC recomenda:

“O conselho de administração deve assegurar-se de que a Diretoria identifica preventivamente – por meio de um sistema de informações adequado – e lista os principais riscos aos quais a organização está exposta, além de sua probabilidade de ocorrência, a exposição financeira consolidada a esses riscos (considerando sua probabilidade de ocorrência, o impacto financeiro potencial e os aspectos intangíveis) e as medidas e os procedimentos adotados para sua prevenção ou mitigação”. (IBGC, 2009, pág. 31)

O conselho de administração, para lograr que a diretoria identifique os riscos preventivamente, deve agir de forma proativa através de questionamentos e da aquisição de implantação de sistemas.

5.8.2. Estratégia

O código do IBGC recomenda que o conselho deve traçar as diretrizes estratégicas da organização, deixando o detalhamento e a implementação para os gestores.

A participação ativa do conselho de administração é fundamental na definição a respeito do que se espera do futuro da organização.

Essas diretrizes devem ser repassadas para que a gestão elabore o detalhamento da estratégia a ser aprovado pelo conselho de administração e, posteriormente, por ele monitorado.

Mesmo com a estratégia já em execução, o conselho de administração deve estar atento para eventuais correções de rumo ou necessidade de alteração do plano traçado anteriormente, considerando qualquer mudança que tenha impacto significativo no negócio.

5.8.3. Gestão de pessoas

O conselho deve, diretamente ou através de comitês:

- ✓ Examinar critérios para contratação e demissão de executivos;
- ✓ Avaliar políticas de recursos humanos existentes;
- ✓ Avaliar pacotes de remuneração e se o modelo de remuneração prevê mecanismos para alinhar interesse dos administradores aos da organização;
- ✓ Analisar mecanismos de remuneração de conselheiros, propondo ao conselho os valores para o período, que serão aprovados pela assembleia de sócios;
- ✓ Avaliar e supervisionar as práticas e processos de sucessão em todos os níveis da organização;
- ✓ Acompanhar com detalhe a sucessão do diretor presidente;
- ✓ Apoiar o presidente do conselho da administração na elaboração e revisão do processo de avaliação anual dos executivos¹³.

Dada a importância do tema de pessoas para a governança, o Código do IBGC considera a criação do comitê de recursos humanos (IBGC, 2009, pag. 46).

5.8.4. Estrutura de capital

Como mencionado anteriormente, há fragmentos da Lei das S.A. que estabelecem responsabilidades do conselho de administração relativas à estrutura de capital das empresas. Tais temáticas estão relacionadas ao crescimento e preservação da companhia, à medida que propicia sua sustentabilidade financeira. Além da estrutura de capital ideal de uma empresa e as decisões para que se mantenha seu patamar ótimo, as fusões e aquisições são temas frequentes para o ambiente empresarial mundial, especialmente o brasileiro.

¹³ Para maiores detalhes sobre sucessão, avaliação e remuneração de conselheiros de administração e diretor presidente, Cf. IBGC, 2011.

5.9. Governança, stakeholders e sustentabilidade

As questões de governança corporativa, em constante adequação a preocupações construídas ao longo dos processos políticos, econômicos, culturais e sociais das últimas décadas, passaram, cada vez mais, a incorporar princípios valorizados pela sociedade na conduta individual e coletiva — por exemplo, a transparência, o respeito ao meio ambiente e a preocupação com aspectos sociais. Enquanto isso, a realidade do mercado de capitais elevou o patamar das exigências feitas às organizações no tratamento da governança corporativa, gerando, conseqüentemente, uma mudança nos múltiplos relacionamentos e competências para sua administração e preservação. Neste sentido, a organização — uma entidade que se relaciona com vários agentes — torna-se objeto de diferentes demandas, que contemplam interesses de sócios e demais partes interessadas, os *stakeholders*.

Administradores, gestores, fornecedores, funcionários, comunidade e governo integram estes múltiplos relacionamentos para os quais os princípios de governança, sobretudo a responsabilidade corporativa, contribuem para assegurar um clima de confiança, evitando um desequilíbrio no atendimento dos interesses do conjunto de *stakeholders*.

A evolução das relações econômicas e do ambiente organizacional nos diferentes países promoveu, no entanto, mudanças significativas no relacionamento entre empresas e *stakeholders*. Se por um lado, os fatores econômico-financeiros ganham cada vez mais destaque na agenda política dos Estados, justamente pela elevada capacidade de influenciar os ritmos de desenvolvimento dos países, crescem, por outro lado, ações e programas que ampliam o entendimento sobre o papel e as responsabilidades da empresa e, mais ainda, sobre as partes relacionadas à atividade da organização.

Conforme argumenta Almeida (2003, 25), a moderna empresa passou a incluir em seus cálculos organizacionais agentes econômicos e partes interessadas sem uma relação clara e imediata com a geração de valor para o acionista.

Para esta nova realidade, em que aspectos de ordem socioambiental, política e filantrópica integram as responsabilidades da organização, as boas práticas de governança assumem grande importância. Para além de oferecer referências de modo a alinhar interesses com a finalidade de preservar o valor da organização, a governança corporativa contempla necessariamente a demanda do conjunto de *stakeholders* que dependem da longevidade e perenidade das corporações, sejam eles investidores, em-

pregadores, consumidores, fornecedores, comunidades locais ou governo.

No Brasil, os stakeholders dispõem de mecanismos e instrumentos de governança corporativa que asseguram sistemas mais bem estruturados e formalizados, contribuindo para a formação de um ambiente organizacional mais transparente, cuja finalidade é preservar e otimizar o valor da organização. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, bem como a reforma da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações), publicada em outubro de 2001, e a criação dos níveis diferenciados de governança pela BM&FBOVESPA representaram grande impulso para o ambiente organizacional por reforçar alguns atributos essenciais no relacionamento com as partes interessadas, entre os quais: transparência, equidade e, mais recentemente, a sustentabilidade.

5.10. Sustentabilidade Empresarial

Nos anos 1980, sustentabilidade foi inicialmente definida como o processo de “satisfazer as necessidades do presente sem comprometer a possibilidade das gerações futuras suprirem suas próprias necessidades” (Relatório Brundtland/ONU). Décadas mais tarde, ao adotar tal conceito, as organizações incorporaram o triplo alicerce econômico-financeiro, social e ambiental à sua estrutura (*triple bottom-line*), cabendo aos administradores a responsabilidade de integrá-lo à estratégia de negócios, por cujo processo de implementação os gestores devem responder.

Neste sentido, os aspectos intangíveis (ou não financeiros) como goodwill, marca, reputação, respeito ao meio ambiente, aos direitos humanos, entre outros, tornaram-se temas relevantes para as organizações. A partir de diferentes motivações, a Responsabilidade Corporativa, um dos princípios básicos da governança corporativa, ganhou relevância, envolvendo noções de longo prazo e impactos globais.

Conforme argumenta Carlos Eduardo Lessa Brandão (2006, 87-88), tais temas têm o potencial de afetar o ambiente de negócios das empresas, pois estão intimamente ligados ao comportamento de acionistas, clientes, fornecedores, funcionários, legisladores e comunidades ligadas direta ou indiretamente às atividades da empresa, as chamadas partes interessadas (*stakeholders*). Trata-se, portanto, de um entendimento mais abrangente dos aspectos que interferem na estratégia de negócios da organização.

No plano internacional, uma das primeiras propostas da Organização das Nações Unidas (ONU) tratando do tema responsabilidade social corporativa foi o Pacto Global, em 2000. Ainda sob âmbito da ONU, em 2002, a Carta da Terra buscou a mesma abrangência da Declaração Universal dos Direitos Humanos no que se refere à sustentabilidade, equidade e justiça.

No Brasil, país importante no cenário internacional sobre meio ambiente e desenvolvimento sustentável, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa refletiu a crescente atenção aos aspectos de ordem social e ambiental da agenda contemporânea. O alinhamento das organizações com as questões de sustentabilidade foi definido como agenda temática de 2007, que culminou com o congresso anual sobre o assunto e foi objeto da publicação, no mesmo ano, do Guia de Sustentabilidade para as Empresas. Em 2009, a publicação *A Prática da Sustentabilidade*, da série *Experiências em Governança Corporativa*, buscou apresentar a experiência dos diferentes agentes da governança corporativa com o desempenho sustentável das organizações.

Em 2012, o Brasil foi sede da Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento Sustentável, a Rio+20. Na oportunidade, a exemplo de outras iniciativas de governança corporativa¹⁴, as diversas entidades e participantes do mercado de capitais brasileiro demonstraram estar alinhados com os temas de sustentabilidade, dos quais são ilustrativos:

- ✓ a criação, pela Comissão de Valores Mobiliários, de categoria no Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais - IPE para o arquivamento de “Relatório de Sustentabilidade”;
- ✓ a proposta da BM&FBovespa de adoção ao modelo “relate ou explique” para relatórios de sustentabilidade ou similares;
- ✓ a recomendação do Código Abrasca no sentido da divulgação de um relatório de sustentabilidade.

¹⁴A BM&FBovespa, em conjunto com várias instituições – ABRAPP, ANBIMA, APIMEC, IBGC, IFC, Instituto ETHOS e Ministério do Meio Ambiente – decidiram unir esforços para criar um índice de ações que seja um referencial (“benchmark”) para os investimentos socialmente responsáveis, o ISE - *Índice de Sustentabilidade Empresarial*. (Disponível em: www.bmfbovespa.com.br).

A este esforço soma-se a iniciativa de uma parcela significativa dos fundos de pensão brasileiros que adotam em seus investimentos os Princípios do Investimento Responsável (PRI), onde reafirmam o compromisso com a perenidade das empresas onde investem.

A experiência recente atesta o adensamento de um modelo que tem como base não apenas o aspecto econômico-financeiro (*single bottom-line*), mas também os aspectos sociais e ambientais de forma integrada. Trata-se de adotar um plano de gestão que se define pela relação ética com todos os *stakeholders* com os quais a organização se relaciona, bem como investir no aperfeiçoamento das ferramentas de administração e no desenvolvimento profissional dos diversos agentes da governança.

Uma vez que a extensão das responsabilidades corporativas ampliaram as fronteiras da governança, novas demandas passaram a integrar as estratégias de desenvolvimento das empresas. Nesse sentido, um posicionamento mais consistente relacionado às questões ambientais e sociais passou a corresponder tanto à maximização do valor da empresa quanto a um gerenciamento eficaz das vulnerabilidades e dos riscos corporativos.

Sujeitas a uma nova realidade econômica, social e ambiental, as organizações deverão estabelecer metas empresariais compatíveis com o desenvolvimento sustentável da sociedade. Para tanto, a adoção das boas práticas de governança corporativa poderá afetar decisivamente as chances de as empresas satisfazerem as demandas legítimas de todas as partes interessadas.

Deste modo, a despeito dos rigorosos padrões de governança corporativa no que tange demonstrações contábeis e transparência nas informações das organizações, é a partir do despertar para a responsabilidade corporativa, via estratégias para o desenvolvimento de longo prazo, que as práticas de sustentabilidade poderão garantir as expectativas dos sócios e demais *stakeholders*.

5.11. Linha do Tempo

Marcos do ambiente regulatório de governança corporativa:

ANO	NO MUNDO	NO BRASIL
1992	Publicação do Relatório Cadbury (Inglaterra)	
1995	Publicação do Relatório Vienot (França)	Fundação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA)
1997	Criação Neuer Markt da Bolsa de Frankfurt (Alemanha) Publicação de relatório da Federação Japonesa das Organizações Econômicas (Japão)	Aprovação da Lei 9.457, reformando a Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976)
1998	Publicação do relatório Combined Code (Inglaterra) Publicação do documento Os Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa (Japão) Criação do Business Sector Advisory Group on Corporate Governance pela OCDE	Criação do fundo Dynamo Puma no programa de Valor e Liquidez do BNDESPar
1999	Publicação do código Principles of Corporate Governance (OCDE)	Nova denominação do IBCA, que passou a se chamar IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) Lançamento do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, pelo IBGC Lançamento da Instrução 299 da CVM
2000	Mesa redonda para discutir questões de Governança na América Latina (Brasil)	Realização do 1º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa, pelo IBGC Lançamento na Bovespa dos segmentos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado
2001	Revisão do código da OCDE	Criação pela Bovespa do Índice de Governança Corporativa (IGC) Reforma da Lei das S.A., com a Lei 10.303/2001 Lançamento da segunda edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, pelo IBGC

2002	<p>Aprovação da Lei Sarbanes-Oxley – SOX (EUA)</p> <p>Edição de normas complementares pela Securities and Exchange Commission (SEC) a aprovação pela Bolsa de Valores de Nova York de novos requisitos de governança corporativa (EUA)</p>	<p>Lançamento da cartilha Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, voltada para as companhias abertas</p> <p>Lançamento das instruções 358 e 361 da CVM</p>
2003	<p>Anúncio pela Nasdaq de normas semelhantes às da Bolsa de Nova Iorque (EUA)</p> <p>Lançamento do Higgs Report e do Revised Combined Code, e sujeição das empresas à regra do “comply or explain” (Inglaterra)</p>	<p>Primeira edição do Prêmio IBGC de Monografias.</p> <p>Lançamento da pesquisa Panorama Atual da Governança Corporativa no Brasil (IBGC / Booz Allen Hamilton)</p> <p>Lançamento da instrução 381 pela CVM</p>
2004	<p>Criação do Círculo de Companhias, pela OCDE</p> <p>Criação de índice internacional de Governança pela FTSE e ISS</p> <p>Criação da Lei AASB 1046 (Austrália)</p>	<p>Lançamento da terceira edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, pelo IBGC</p>
2005	<p>Lançamento de diretrizes de boa governança para empresas de controle estatal pela OCDE</p> <p>Lançamento do Global Corporate Governance Principles da ICGN (EUA)</p>	<p>1ª edição do Prêmio IBGC de Governança Corporativa.</p>
2006	<p>Segunda revisão do Combined Code (Inglaterra)</p> <p>Lançamento do guia Executive Remuneration Guidelines pela ICGN (EUA)</p>	<p>Primeira edição do Prêmio IBGC/Itaú de Jornalismo</p> <p>Ampliação das regras para os níveis diferenciados de listagem da Bovespa</p>
2007	<p>Lançamento do guia Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities, pela ICGN (EUA)</p>	
2008		<p>Lançamento da Carta Diretriz 1: Independência dos Conselheiros de Administração – Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas, pelo IBGC</p>
2009	<p>Conquista de Prêmio Nobel por Ostrom e Williamson, com estudos relacionados à governança</p>	<p>Publicação da quarta edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, pelo IBGC</p> <p>Lançamento da instrução 480 da CVM</p>

IBGC. Histórico. Disponível em: www.ibgc.org.br



6 RELAÇÕES COM INVESTIDORES

6. Relações com Investidores

As Relações com Investidores podem ser definidas como parte da administração estratégica de uma companhia, uma vez que envolvem atividades em que a comunicação irá contribuir positivamente para a justa avaliação da companhia. O executivo de Relações com Investidores (RI) é responsável por uma comunicação de mão dupla, pois fornece ao mercado e entidades legisladoras e fiscalizadoras informações sobre dados históricos e perspectivas da companhia, bem como informa à alta administração da companhia a percepção e as demandas das partes interessadas em relação à companhia.

Os objetivos do departamento de RI podem ser resumidos de maneira relativamente simples: fornecer boa informação para analistas e investidores, ampliar e cativar a base acionária, identificando os investidores mais adequados ao perfil da companhia, moldar a mensagem da companhia de uma forma que claramente represente seu valor e enviar informações qualificadas sobre as respostas do mercado para a alta administração.

Embora essas metas sejam relativamente simples de listar, os meios para atingi-las podem ser complexos, requerendo vários tipos de recursos analíticos e estratégias de comunicação. O RI, portanto, é um meio de acesso às informações estratégicas, tanto do lado dos investidores quanto da companhia.

O programa de RI deve ser elaborado e executado sempre a partir de um conhecimento profundo do setor e da organização. Deve, ainda, prestar atendimento a todo o universo de públicos estratégicos e contar, internamente, com informações relativas às principais questões que surjam no dia a dia da vida societária.

O leque de ações é extenso e vai desde explicações para justificar critérios de avaliação de um determinado ativo contábil até informações detalhadas sobre estratégias de parceria no mercado, passando pelas questões regulatórias e direitos dos acionistas. Assim, o profissional de RI precisa estar muito bem informado. Ele deve conhecer as estratégias e entender do setor e da legislação pertinente para informar aos agentes do mercado de capitais, que demandam, entre outras, informações mais detalhadas sobre o desempenho das companhias e níveis de transparência e equidade.

Dessa forma, as áreas de RI devem estruturar-se para acompanhar as exigências do mercado, que as obrigam a ir além de itens econômicos, financeiros, contábeis e registros gerenciais de produção e comércio. Companhias que dão real valor ao mercado são pró-ativas em suas ações de RI, estão sempre munidas de bons estudos de *targeting*

de investidores atuais e potenciais, antecipam as demandas do mercado e “vendem-se” para os investidores exatamente como são, conseguindo eliminar as lacunas entre seu valor justo e o preço em bolsa.

Uma área de RI bem estruturada contribui para integrar as diversas áreas de atividade da companhia, uma vez que precisa promover uma cultura específica de difusão da informação para todos os públicos estratégicos, inclusive o interno.

Conforme assume suas diretrizes de modo consistente e contínuo, o trabalho de RI permite que todas as medidas adotadas pela companhia sejam facilmente compreendidas pelos investidores e todos os demais públicos envolvidos. Isso promove maior percepção de segurança em relação à estratégia adotada e ao desempenho da companhia no longo prazo, o que contribui para agregar valor às ações.

Ao mesmo tempo, funciona como um termômetro do mercado para a alta direção da companhia, agilizando o acompanhamento das demandas e das perspectivas de investidores, analistas, imprensa e de outros públicos estratégicos.

6.1. A Atividade de Relações com Investidores

A evolução da área de Relações com Investidores acompanha a crescente relevância que o mercado de capitais tem exercido na agenda econômica do País. Ela integra um movimento que já valorizou a área de RI nas companhias em boa parte do mundo e tem feito com que as companhias brasileiras também ampliem o espaço ocupado por essa atividade dentro de sua estrutura.

Cabe ao profissional de RI atuar simultaneamente em dois sentidos: levando informações da companhia para seus públicos estratégicos e trazendo para a companhia o necessário retorno (*feedback*) que irá mostrar as demandas e necessidades desses públicos. O resultado desse trabalho é o aperfeiçoamento das práticas internas e o melhor atendimento das solicitações do mercado.

Sua eficácia depende, em primeiro lugar, da criação e da disseminação da cultura da companhia de capital aberto junto ao público interno da companhia, desde a alta administração até o “chão de fábrica” ou seu equivalente fora da área industrial, pas-

sando também pelos clientes, consumidores, parceiros e fornecedores terceirizados.

Determinar objetivos estratégicos e, com base nesse planejamento, estabelecer o tamanho e o status da área de RI dentro da companhia são os passos necessários para as companhias que chegam ao mercado. Para as que já estão presentes, a reavaliação constante de metas e resultados de RI é vital, até porque um programa bem desenhado no passado pode ficar defasado diante das novas realidades do mercado, das eventuais alterações na forma de inserção da companhia junto à comunidade de investidores, do incessante crescimento dos recursos tecnológicos e conhecimento humano que surgem a cada ano.

Assim como em outras áreas estratégicas dentro da companhia, a atualização e o aprimoramento em RI podem significar um grande diferencial para a reputação corporativa da companhia aberta. Isso contribui para que o programa de RI possa esclarecer os eventuais “ruídos” de comunicação entre a organização e seus diversos públicos.

6.1.1. O papel dentro da companhia

Ao mesmo tempo em que aumenta a percepção das companhias a respeito da importância do mercado de capitais e da adoção dos melhores padrões de governança corporativa, cresce o papel estratégico e a responsabilidade do RI dentro da estrutura da companhia, com espaço próprio na gestão e buscando patamares diferenciados de atuação. O trabalho de Relações com Investidores mudou de perfil e já está presente nas mesas da alta administração de boa parte das companhias abertas brasileiras.

O RI deve considerar investidores e analistas seu alvo de mercado e trabalhar para conquistar sua confiança. Como num programa de marketing, a comunidade de investidores é o mercado dos RI e é fundamental que suas demandas sejam corretamente identificadas a cada momento. Esse é um público que não gosta de surpresas — boas ou más — e, quando surpreendido, considera não ter sido bem informado pela companhia.

A área de RI deve estar presente no dia a dia das companhias abertas e dos agentes do mercado, o que tende a se acentuar no caso das companhias que pretendem chegar ou já estão em níveis mais avançados de Governança Corporativa. A importância hierárquica e a valorização da área de RI estão vinculadas aos objetivos de transparência e boas práticas de governança como elemento de geração de valor.

A boa circulação da área de RI dentro da companhia é indispensável: o departa-

mento de RI deve obrigatoriamente circular pelas outras áreas e ter acesso efetivo ao que acontece, receber informações atualizadas e acompanhar diariamente o fluxo de novidades tecnológicas, financeiras, mercadológicas, jurídicas e de comunicação. A capacidade de interação com o conjunto da companhia pode fazer toda a diferença para garantir o sucesso da política de relacionamento com os agentes do mercado e assegurar o cumprimento, pelo Diretor de Relações com Investidor (DRI), do seu dever de garantir que sejam imediatamente divulgadas as informações relevantes, capazes de afetar a cotação dos valores mobiliários emitido pela companhia e de influenciar nas decisões de investimento.

Nos Estados Unidos, por exemplo, segundo dados do NIRI (National Investors Relations Institute), mais de 20% dos profissionais de RI já respondem diretamente aos presidentes executivos, o que significa que as companhias mantêm diretorias próprias dedicadas à atividade, vinculadas diretamente ao principal executivo. Essa posição reflete o grau de valorização da atividade naquele mercado e estabelece o potencial de crescimento da área no Brasil.

A definição das atividades de RI e o grau de responsabilidade atribuído aos profissionais da área variam de acordo com as características corporativas e com o nível de excelência que a companhia pretende atingir no mercado de capitais. Em todas as circunstâncias, o apoio do topo da administração e o engajamento do presidente executivo em fortalecer as atividades de RI são fundamentais. Colocar essa área na mesa da alta administração ajuda a minimizar conflitos e a reduzir riscos inerentes ao exercício da atividade de RI, abrindo caminho para melhores resultados.

Atribuições básicas da área de RI

- ✓ Atuação como porta-voz da companhia na comunicação com o mercado e com a imprensa econômica;
- ✓ Relacionamento com os órgãos reguladores, entidades e instituições do mercado, bolsas de valores e mercados de balcão;
- ✓ Ampliação da base acionária;
- ✓ Avaliação contínua das respostas do mercado à atuação da companhia e promoção de reflexão interna com outras áreas da companhia;
- ✓ Contribuição para definir a estratégia corporativa e ideias que agreguem valor;

- ✓ Desenvolvimento da cultura de companhia aberta junto ao público interno;
- ✓ Integração do programa de comunicações entre as diversas áreas da companhia;
- ✓ Planejamento e execução da divulgação de informações obrigatórias e voluntárias;
- ✓ Acompanhamento das avaliações/análises feitas sobre a companhia, bem como das condições de negociação dos valores mobiliários da companhia;
- ✓ Coordenação e acompanhamento dos serviços aos acionistas e respectivas assembleias;
- ✓ Reuniões públicas e individuais com analistas de investimento, acionistas e investidores potenciais.

6.1.2. Disseminação da cultura de capital aberto

Tarefa prioritária da área de Relações com Investidores, a disseminação da cultura de companhia de capital aberto entre os diversos níveis de público interno é reconhecida internacionalmente como a base da pirâmide para o sucesso no mercado de capitais. Ela direciona o comportamento de todos no que diz respeito ao ambiente corporativo, ajudando a fixar os conceitos de companhia ética, responsável e transparente. Conseqüentemente, contribui para aprimorar o relacionamento da companhia com a comunidade de investidores, analistas de investimentos e com a sociedade como um todo, fortalecendo uma reputação saudável entre os públicos estratégicos.

Tanto o público interno quanto o externo precisam ter convicção a respeito das boas práticas de governança e de seus benefícios para a companhia e para o conjunto dos investidores. Entre os principais “mantras” de um RI estão as frases: “Diga sempre a verdade” e “Se não souber responder, não tenha dúvida em dizer ‘não sei’, pois é a sua credibilidade como profissional que está em jogo, assim como a imagem da companhia”.

A área de RI tem responsabilidade crescente na estrutura de governança das companhias e no desenvolvimento da nova cultura de capital aberto. Esses profissionais, em contato estreito com investidores, acionistas e analistas, podem representar considerável ganho de valor para a companhia, avaliando as demandas e os caminhos a seguir.

Boa parte das demandas são apresentadas pelos próprios investidores. Para atendê-las, as companhias que adotam práticas diferenciadas criam conselhos e comitês independentes, separam as funções do presidente executivo daquelas do presidente do Conselho, criam comitês de divulgação de informações (*disclosure*) e adotam uma política de remuneração dos executivos, ou seja, reformulam estrategicamente sua estrutura de governança.

O trabalho de RI deve estar muito próximo ao dos departamentos jurídico, contabilidade, controladoria, assessoria de imprensa, de relações públicas, recursos humanos e da alta administração.

As companhias que chegam à Bolsa com ofertas públicas iniciais de ações funcionam como vitrine do mercado acionário para os investidores. Nesse contingente estão incluídos também os seus colaboradores, pois várias companhias destinam uma fatia do total de ações para esse investidor de varejo. Isso contribui para ampliar o conceito de aplicação em ações, alinhar os interesses dos trabalhadores às estratégias da companhia, além de contribuir para o fomento da cultura de companhia aberta não apenas junto à alta direção.

Ao se tornarem acionistas, os funcionários passam a acompanhar de perto o desempenho dos papéis da companhia, entendem melhor o processo de formação de preço das ações em relação aos resultados da companhia e do setor do mercado em que ela atua. E os que ainda não são acionistas aprendem gradualmente a conviver com essa perspectiva.

O processo de difusão interna da cultura de companhia aberta exige algumas mudanças importantes em relação a questões de governança corporativa, transparência e comunicação das informações ao mercado e aos órgãos reguladores.

A questão cultural ganha maior dimensão para companhias que estão abrindo o capital. Essa mudança cultural precisa ser absorvida no dia a dia da companhia, conforme a nova estrutura é implantada.

Quanto maior a dispersão da base acionária, maior será a complexidade do trabalho do profissional de RI na implementação dessa nova postura corporativa. É necessário administrar esse processo de mudança, uma vez que os funcionários devem compreender como funciona a estrutura com um Conselho de Administração, quais são as atribuições e responsabilidades dos conselheiros, como se realiza o processo de prestação de contas, como é a fiscalização, a nova regulamentação, nacional e internacional, que orienta a atuação da companhia no mercado e quais as sanções a que companhia, executivos e conselheiros estão sujeitos.

Apenas a partir da compreensão integral do conceito e da importância de uma companhia aberta será possível alinhar o conjunto da companhia às práticas de colaboração e prestação de informações.

- ✓ O RI é um dos principais interlocutores responsáveis pela reputação da companhia, agregação de valor e grau de liquidez dos papéis;
- ✓ Cabe ao RI atuar como embaixador da companhia e do País, estimulando os investidores estrangeiros a conhecer a economia brasileira e criando oportunidades de negócios;
- ✓ É função do RI destacar junto ao público externo a evolução da infraestrutura e do ambiente regulatório nacional;
- ✓ O profissional de RI deve ressaltar os avanços em governança corporativa no país e uso de referenciais (índices) que refletem a fase em que se encontram as companhias e agentes do mercado.

Decisão consciente

A partir do momento em que a companhia decide abrir seu capital e ter o mercado acionário como parceiro, encerra-se obrigatoriamente uma etapa de baixo *disclosure*. Isso significa tomar um caminho sem volta enquanto estiver no mercado, porque diante das normas societárias e da nova realidade global não é possível ser uma companhia “meio aberta” ou “relativamente transparente” sem prejudicar sua credibilidade e sujeitar seus administradores a possíveis punições pelo órgão supervisor.

Programas efetivos

Para disseminar essa cultura é importante adotar programas realistas e bem direcionados de educação e treinamento interno a todos os funcionários. A grade curricular

precisa conter informações sobre a regulamentação do mercado no Brasil, direitos e deveres dos acionistas e dos administradores, diferenças de tratamento na regulamentação para acionistas majoritários e minoritários, composição acionária, normas para divulgação de resultados e comunicação de informações à imprensa etc. Os cursos ministrados dentro das companhias são um exemplo de como agilizar esse tipo de programa, mas precisam ser ministrados por especialistas reconhecidos pelo mercado.

Atualização e informação

A companhia deve incluir alguns aspectos ligados à área de RI nos critérios para avaliação de seu pessoal em determinados escalões da estrutura hierárquica, certificando-se, por exemplo, de que acompanhem as notícias divulgadas sobre a sociedade e suas operações no mercado. Elaborar cartilhas internas e programas especiais de recursos humanos é uma alternativa utilizada com bons resultados em diversas companhias.

Valor da governança

A cultura de companhia aberta implica obrigatoriamente na divulgação das boas práticas de governança corporativa adotadas pela empresa, assim como a explicação didática de seu impacto, utilizando todas as ferramentas de comunicação interna disponíveis. Respeito ao investidor e ao mercado são os conceitos que estão relacionados a essa ideia e devem ser disseminados junto ao público interno. O objetivo é estabelecer a noção de que boas práticas de governança alinham os interesses de todos os públicos e fortalecem a companhia.

6.1.3. O Porta-voz da Companhia

A atuação do RI como porta-voz da companhia é peça-chave para criar e consolidar a reputação corporativa em vários níveis de comunicação. Ele é o porta-voz da companhia para todo o público interessado, financeiro ou não financeiro (acionistas, analistas, investidores, bolsa, órgãos reguladores e imprensa), e deve estar preparado para atuar tanto em tempos de calma como em crises ou adversidades. Precisa compreender o que a comunidade espera, identificar demandas presentes e potenciais.

O RI precisa conhecer todos os fatos da companhia — institucionais, administrativos, financeiros, operacionais, comerciais, internacionais, relacionamento com funcionários, responsabilidade social e ambiental, ética, relacionamento com a mídia e com o conjunto dos públicos externos — antes de falar publicamente sobre qualquer ponto.

Cabe ao porta-voz, também, compreender como funciona o setor em que a companhia está inserida, como ela participa desse setor em termos relativos e absolutos, sua participação de mercado e liderança, concorrência e vantagens competitivas nos mercados interno e externo e a posição da companhia e do setor em termos de governança corporativa. É essencial conhecer os principais concorrentes da companhia, estar atualizado em relação ao desempenho dessas empresas e do setor e de todos os aspectos que podem representar ganho ou perda de vantagens competitivas.

Essa diversidade de conhecimento é indispensável porque o porta-voz assume a responsabilidade de fornecer informação de qualidade, assegurar o fluxo necessário de informações e identificar os momentos em que a confidencialidade é exigida. Para garantir esse quesito, o porta-voz tem necessariamente de conhecer em profundidade o mercado de capitais e ter conhecimento multidisciplinar envolvendo as áreas de finanças, marketing, comunicação e legislação nacional e internacional. Ele tem ainda de estar preparado para responder sobre os pontos fracos e fortes da empresa, o que resulta em informações mais consistentes.

Informação é a matéria-prima básica de trabalho do analista e ele precisa de informações tempestivas para fazer sua recomendação de investimento. Avaliar a reação dos analistas, acionistas e jornalistas especializados após reuniões públicas para apresentação de resultados e perspectivas, ou após reuniões individuais, é um bom termômetro do desempenho do profissional de RI.

Cabe ao porta-voz não apenas a tarefa de comunicar informações, mas participar ativamente do processo de melhoria da qualidade dessas informações. A montagem e o planejamento desta tarefa exigem tempo e critérios rigorosos de preparação para que os profissionais estejam familiarizados com todas as divisões da companhia antes de assumir a posição.

A capacidade de identificar as reações do mercado frente às estratégias e às iniciativas da companhia representa um poderoso instrumento de informação a ser captada

pela área de RI. Um dos desafios mais preocupantes e ao mesmo tempo mais estimulantes desse trabalho consiste em acompanhar continuamente essas respostas, antecipar reações e aprender a identificar o “recado” enviado pelos diversos agentes do mercado, sejam eles analistas, acionistas, investidores institucionais, imprensa, bolsa ou órgãos reguladores.

As reuniões públicas, individuais, teleconferências, entrevistas coletivas ou simplesmente o contato diário com analistas e investidores são oportunidades para obter essa resposta e analisar as avaliações e expectativas do mercado em relação à companhia. Uma das atribuições do departamento de RI é identificar o melhor caminho para estimular essa resposta. Um trabalho conjunto com as áreas de relações públicas e comunicação permite delimitar todas as oportunidades para pesquisar a imagem da companhia junto aos diversos agentes do mercado.

Além de detectar demandas do mercado, o RI é fundamental na articulação de linhas de ação que ajudarão a companhia a atender essas demandas. A partir da visão transmitida pelo RI, a companhia ganha uma oportunidade estratégica para observar a reação do mercado à sua performance. Uma das principais vantagens desse retorno é a agilidade para antecipar demandas e oferecer aos investidores aquilo que eles esperam receber da companhia — maior transparência, novas táticas de relacionamento, melhor comunicação e, eventualmente, alteração dos projetos e mudança de rumos. Desse modo, o mercado de capitais passa a ser compreendido pela companhia também como uma consultoria valiosa para aperfeiçoar suas estratégias.

6.1.4. Administração de Crises

A companhia deve estar preparada para administrar eventuais crises que envolvam os mais variados tipos de problemas. É importante que profissionais da companhia saibam lidar com casos de vazamento de informação privilegiada (*inside information*), divulgação incorreta de dados, conflitos regulatórios ou conflitos societários, incidentes que envolvam o meio ambiente, questões sindicais e trabalhistas, entre outras. Há diversos outros exemplos que podem configurar crises, como a apresentação de resultados negativos no ano ou no trimestre, mudanças na política de distribuição de dividendos e outros episódios que podem causar um desgaste para a imagem da companhia e prejudicar o valor de suas ações no mercado.

Esses fatos também devem ser incluídos como vetores de risco no planejamento de administração de crises. Mas, sobretudo, não podem nem devem, nos termos da re-

gulamentação, ser omitidos no caso de se mostrarem relevantes.

Para contornar esses momentos e minimizar a perda de valor para a companhia, é indispensável contar com uma política de transparência e com um trabalho previamente estruturado. Será preciso divulgar imediatamente a informação vazada, tornando-a acessível ao público em geral ou, em caso de crise, informar ao mercado como ela está sendo enfrentada pela alta direção da companhia, quais os exatos motivos que a geraram e quais as expectativas de equacionamento dentro de um determinado período de tempo.

Transparência, respeito às normas de conduta ética e disponibilidade para fornecer explicações devem ser um princípio rigoroso dentro da companhia. Se a imagem corporativa estiver fortalecida junto ao mercado por esse comportamento aberto e ético, a administração de crises será uma tarefa bem mais simples para a área de RI gerenciar.

Admitir um problema e reconhecer suas dimensões é o primeiro passo para uma estratégia eficaz em momentos de crise, abrindo caminho para que a companhia, seus administradores e executivos consigam manter a confiança do investidor.

6.2. O Público da Companhia

Possuir sólidos relacionamentos com a comunidade de investimentos é uma das mais valiosas responsabilidades do RI, ajudando a criar confiança na companhia. A comunicação com públicos que têm interesses diversos exige uma linha de trabalho que dê ênfase diferenciada para cada tópico tratado. Também há uma razoável variação nos graus de profundidade e sofisticação na abordagem de cada tema.

6.2.1. *Buy Side*

Analista *buy side* é uma definição que abrange os analistas e os gestores de fundos de investimentos. São profissionais que atuam na ponta das negociações e cujos movimentos de compra ou venda, quando associados a grandes fundos, podem afetar as oscilações e tendências do mercado. Cabe à área de RI suprir esses analistas com informações adequadas às suas demandas. Embora as informações sobre a companhia sejam as mesmas, analistas *buy side* e *sell side* têm necessidades diferenciadas.

No caso da ponta *buy side*, o foco é nas tendências de mais longo prazo e, em geral, há maior ênfase nas informações relativas à governança corporativa da companhia, um item que pode influenciar as decisões de investimento. Além disso, esses profissionais exigem contato direto com a alta gerência da companhia e podem atuar como representantes dos acionistas. Para esse público, o RI deve focar as informações sobre tendências setoriais, avanços nos negócios e fatores de risco, lembrando que a meta é reduzir o grau de incerteza sobre a companhia.

Cabe ao RI informar ao gestor e ao analista *buy side* sobre os fatores mais relevantes para agregar valor às ações da companhia, suas vantagens competitivas, fundamentos da companhia, resultados financeiros e operacionais e o progresso, que estão intimamente relacionados aos interesses de informação por parte desse profissional, com base no fundo que ele administra. Uma informação importante é que fatores não financeiros (governança corporativa, reputação, marca, capital intelectual, liderança, responsabilidade social e ambiental, transparência, comunicação, inovação) têm importância crescente na avaliação de uma companhia. A estratégia para a sustentabilidade do negócio é outro tema preponderante, altamente valorizado pelos gestores.

Diversos fatores chamam a atenção dos analistas, como os planos de expansão da companhia, o comportamento das sociedades que passaram por processo de fusão e a elaboração de relatórios separados para cada unidade de negócios ou linha de produtos.

6.2.2. *Sell Side*

Analistas *sell side* são profissionais que atuam em bancos e corretoras de valores fazendo a prospecção de investimentos e recomendando a compra ou venda das ações. Eles acompanham de perto o comportamento das ações e das companhias e suas demandas de informação, portanto, estão focadas na necessidade de dados pontuais e mais detalhados, o que significa maior exigência de contato constante com a área de RI.

Os analistas que atuam como *sell side* buscam o máximo possível de *disclosure* (capacidade de divulgar informações com transparência) da companhia e, assim como acontece no *buy side*, também exigem contato com a alta gerência.

A informação de qualidade é fundamento essencial para que o analista recomende as ações da companhia. Além das informações básicas, como o desempenho econômico-financeiro, os analistas *sell side* querem dados sobre o plano estratégico da companhia, desenvolvimento de novos produtos, melhorias de processos de produção, pro-

grama de redução de custos, fortalecimento das relações com clientes, ou atividades de treinamento que tornem os colaboradores mais produtivos. Informações sobre a posição da companhia em relação à concorrência também são solicitadas, o que inclui a sua participação de mercado, assim como o que a companhia está fazendo para manter ou melhorar a sua posição no mercado.

Também são informações de interesse, os investimentos direcionados para melhoria ou implantação de novas plantas, expansão global, pesquisa e desenvolvimento (P&D) de novos produtos ou possíveis avanços tecnológicos, e a descrição das vantagens competitivas.

A partir dessas discussões, o analista tem condições de comparar e avaliar quais companhias possuem as tecnologias mais fortes, os produtos com as melhores características, os melhores custos de fabricação, a maior lealdade por parte dos clientes. É importante que as companhias consigam combinar os aspectos quantitativos e qualitativos ao fornecer essas informações.

Para atuar adequadamente junto ao *sell side*, o profissional de RI pode fazer uma avaliação preliminar para identificar a influência desses analistas no mercado. É importante estudar o seu trabalho, pelo menos durante um período suficiente para determinar a qualidade e a abrangência de suas pesquisas, seus interesses específicos e as possibilidades de cobrirem a companhia em questão.

6.2.3. Investidores Institucionais

Investidores institucionais (fundos de pensão e fundos de investimento, por exemplo) precisam dispor de um fluxo de informações bem aberto pela companhia, para atender à sua necessidade permanente de dados para basear estratégias de médio e longo prazos. Esse segmento do público tem por obrigação satisfazer as demandas criadas por seus modelos de alocação de recursos, o que significa maior volume de informações qualificadas divulgadas pela companhia. Esses acionistas detêm um elevado patrimônio e são candidatos a comprar volumes mais expressivos de ações, compartilhando algumas vezes do controle do capital.

Independente de serem acionistas controladores ou não, sua confiança é obtida e mantida com informação de qualidade e atendimento a boas práticas de governança corporativa. Nesse aspecto o programa de RI tem papel decisivo, trabalhando para detectar as demandas desses investidores e transmiti-las correta-

mente aos executivos e conselheiros da companhia. Cabe aos profissionais de RI, na outra ponta, corresponder à exigência de transparência e dar atendimento ágil às necessidades dos investidores institucionais.

Assim como os gestores profissionais de recursos e os analistas que operam nesse mercado — no cenário nacional ou internacional — os investidores institucionais precisam contar com canais de comunicação ágeis, fluentes, eficientes e desimpedidos, de modo integral. Atendimento telefônico e audioconferências são instrumentos fundamentais e devem ser oferecidos pela área de RI como parte de sua rotina.

Reuniões constantes entre o departamento de RI e os investidores institucionais são um caminho importante de abertura e atendimento. A equipe de RI deve estar bem informada sobre aspectos que dizem respeito a esses investidores. Isso significa constante atualização sobre as exigências regulatórias, tendências e novas demandas.

6.2.4. Investidores Pessoas Físicas

Os investidores individuais são uma presença crescente e relevante no mercado de capitais brasileiro. Sua participação é essencial para ampliar a base acionária da companhia e a consistência do mercado. Eles são sensíveis a informações sobre dividendos e ao noticiário sobre a companhia em que investem. Exigem atenção especial, principalmente em momentos de turbulência no mercado acionário ou notícias adversas, quando sua fidelidade a esse tipo de aplicação é posta à prova.

Uma das funções do profissional de RI é criar e estimular as companhias a investir em canais de comunicação eficientes com esse público, que tem necessidades específicas e sabe cobrar um bom atendimento. O investidor pessoa física costuma focar seu interesse na política de distribuição de dividendos da companhia, que precisa ser bem explicada.

Os meios de comunicação clássicos são a participação em reuniões periódicas para apresentação dos resultados da companhia, encontros formatados para o varejo, divulgação de informações no site da companhia na internet, chats, boletins impressos e comunicações via e-mail. A internet assume papel primordial nesse segmento e cabe ao RI orientar a criação e manutenção de sites que “falem” com o varejo.

Reuniões desenhadas de modo especial para esse público são muito importantes, até para que a companhia possa aferir com maior grau de precisão quais são

as demandas existentes.

Embora o investidor pessoa física seja bastante receptivo à comunicação por meio de sites e e-mail, ele não dispensa o contato pessoal para aumentar sua percepção de segurança em relação ao investimento feito ou aos planos de aplicação de seu dinheiro. É imprescindível, portanto, organizar e estimular reuniões que sigam um modelo específico para esse público e que demonstrem ao investidor sua importância para a companhia.

A participação do investidor individual nas reuniões com analistas é um canal produtivo de comunicação. Elas devem ter periodicidade no mínimo anual e utilizar todos os recursos técnicos disponíveis para que a informação tenha fluência adequada, detalhada e didática.

Embora a clareza e a objetividade sejam necessárias em toda a política de RI, no caso do varejo essas duas qualidades ganham ainda maior valor. São, em geral, investidores que não dispõem de outros canais de acesso ao que acontece na companhia a não ser o da área de RI e o trabalho da imprensa. Aqui, portanto, são duplamente valorizados o atendimento direto do RI aos acionistas e a comunicação impecável com os jornalistas que abastecem o público com informações.

Algumas companhias já possuem divisões especialmente dedicadas ao investidor de varejo. Entre os mecanismos mais eficazes de comunicação com esse público, quatro merecem destaque:

- ✓ O site de RI, que por sua natureza, é uma ferramenta de comunicação democrática, equânime e tempestiva e deve garantir que as informações públicas estejam disponíveis e apresentadas de maneira didática e de fácil acesso;
- ✓ Os informativos periódicos que, com linguagem sintética e adequada às necessidades dos acionistas e investidores individuais, são importantes canais de fidelização e atração da base acionária. Geralmente, o investidor de varejo quer receber informações sobre política de dividendos;
- ✓ Reuniões específicas para os investidores individuais, organizadas de modo a estimular o acesso e a frequência de participação e com um roteiro didático de apresentação;
- ✓ Reuniões com analistas de mercado, bancos e instituições gestoras de in-

vestimentos ou outro tipo de organização. Elas oferecem ao investidor um panorama mais completo graças à opinião e às questões levantadas pelos analistas.

6.2.5. Relacionamento Internacional

A transformação do panorama internacional nos mercados de capitais acontece em ritmo acelerado e uma das suas principais vertentes é a conscientização de companhias, acionistas, bolsas de valores, profissionais do mercado e órgãos reguladores de todo o mundo a respeito de valores como sustentabilidade, governança corporativa, transparência, responsabilidade corporativa, ética e novas práticas de gestão.

Essa onda transformadora se intensificou após os escândalos contábeis e financeiros norte-americanos do início deste século. Cada vez mais, as regulamentações em diversos países buscam inibir a fraude e aprimorar o fluxo de informações das companhias para o mercado de investimentos, restaurando e consolidando a confiança dos mercados nas companhias.

O ambiente internacional impõe práticas saudáveis a todos os participantes de mercados de capitais relevantes, incluindo os emergentes, como o Brasil. Ele afeta direta e indiretamente as estratégias das companhias brasileiras e exige que os departamentos de RI conheçam cada vez mais a legislação internacional e o comportamento do investidor global.

O aumento do fluxo de capitais internacionais para o Brasil, assim como a presença de companhias brasileiras junto aos mercados globais, torna indispensável um relacionamento estreito e qualificado com as normas vigentes em outros países e as expectativas desses investidores em relação à divulgação de resultados das companhias brasileiras nas quais investem.

Na área de RI, esse contato representa um desafio que deve crescer em importância. Ao atuar como porta-voz da companhia junto aos agentes do mercado internacional, o RI aprimora o relacionamento da companhia com esses investidores e analistas em diversos aspectos ligados ao desempenho e perspectivas da companhia, governança corporativa, responsabilidade social e ambiental, assim como às perspectivas da economia brasileira, fatores políticos, questões jurídicas e tributárias, regulamentação local, problemas setoriais, práticas de gestão e culturais.

Além dos requisitos básicos de objetividade e clareza nas informações — com o máxi-

mo possível de transparência —, o RI deve assegurar sua completa atualização sobre tendências e demandas que possam afetar a decisão de investimentos, como medidas regulatórias internacionais (por exemplo, Lei Sarbanes-Oxley), uniformização de normas contábeis, acompanhamento dos principais índices de sustentabilidade empresarial e as tendências globais de governança.

Sua interface será com os principais bancos de investimento, corretoras, *hedge funds*, instituições depositárias, analistas e administradores de fundos de investimentos. Isso exige uma dose elevada de informação sobre tendências da economia mundial e principais expectativas em relação aos mercados emergentes. É preciso conhecer a cultura desses investidores, suas necessidades e características próprias, assim como saber administrar o relacionamento da companhia com os órgãos reguladores e a imprensa especializada internacional.

Dependerá em grande parte da qualificação profissional e da percepção dos profissionais de RI o sucesso das iniciativas das companhias brasileiras e a valorização dos ativos nacionais frente ao novo ciclo de sustentabilidade econômica, preocupações sociais e ambientais e práticas empresariais éticas.

Diferenciais de atuação global na área de RI

- ✓ Contribuir para aperfeiçoar a cooperação e troca de informações entre a companhia e os investidores e analistas dos mercados globais;
- ✓ Acompanhar e avaliar tendências e questões de natureza regulatória, financeira e operacional dos mercados, mantendo contato com entidades, consultorias, agências reguladoras e autorreguladoras de outros países e participar do debate mundial sobre os temas relevantes;
- ✓ Participar ativamente de eventos internacionais para promoção das companhias brasileiras e dos investimentos no mercado local;
- ✓ Manter programas de intercâmbio para atualização dos profissionais de RI em países que são relevantes para os negócios da companhia.

6.3. A Estratégia de Comunicação

O acesso democrático às informações, seja para investidores individuais ou institucionais, é uma exigência legal. A CVM deixa bem claro em sua regulamentação que todos devem ser informados ao mesmo tempo e com a mesma qualidade de informação, seja por meio da mídia, reuniões públicas, sites de RI etc. O fundamental é que o princípio do acesso igual e simultâneo seja respeitado e todos os públicos recebam o mesmo tratamento.

Para a companhia aberta isso não deve ser apenas uma exigência da regulamentação ou uma “grande evolução”, mas precisa ser compreendido como uma decorrência normal da rotina no mercado. Entretanto, embora os recursos tecnológicos permitam que as informações sejam divulgadas em tempo real para todos, é preciso levar em conta as diferentes demandas dos públicos.

A mesma informação que está disponível para um investidor institucional, para um gestor profissional, um analista e outros interessados que disponham de tempo e condições teóricas e técnicas para avaliar seu impacto, pode não ter significado relevante para um investidor individual.

Cabe ao RI, nesse aspecto, organizar a oferta de material para que a informação esteja disponível de modo aberto e democrático a todos, porém oferecendo sempre uma abordagem mais atraente para cada tipo de público.

Além dos investidores, a comunicação da companhia deve ser tratada pela área de RI como um instrumento estratégico de contato com seus diversos públicos — profissionais do mercado, órgãos reguladores, bolsas de valores, academia, entidades e instituições.

O profissional de RI tem como responsabilidade assegurar que esse contato traga o máximo de transparência e transmita segurança ao mercado, cuidando também de resguardar as grandes estratégias da companhia sem prejudicar a divulgação de sua real situação. Cabe ao RI programar e conduzir os contatos com o mercado de maneira equilibrada.

6.3.1. Reuniões Públicas

As reuniões públicas para apresentação de informações aos analistas de mercado e aos investidores ganham cada vez mais destaque como alternativa de contato entre a companhia e o mercado. A apresentação pública da companhia pode ser organizada também por instituições financeiras ou pela própria empresa.

Ela pode ser realizada várias vezes ao ano, de acordo com os critérios estabelecidos pela área de RI, sendo que no mínimo deve ser realizada uma vez ao ano, evidenciando seus melhores esforços para realizar apresentações em diferentes localidades.

Mais dinâmicas e concorridas por conta da crescente dispersão de capital, das ofertas públicas de ações e da presença de um número crescente de novas companhias no mercado, essas reuniões ganham várias opções de modelagem. Um dos modelos eficazes adotados pelas sociedades tem sido a organização de visitas às suas instalações como uma atividade complementar à reunião. Esse modelo proporciona um conhecimento mais completo sobre a companhia.

Durante as reuniões públicas, os profissionais de RI devem providenciar uma apresentação detalhada, objetiva e impecável dos resultados da companhia; suas principais iniciativas nas diversas áreas; lançamentos de produtos; mudanças de estratégia; tendências setoriais; questões regulatórias e de legislação; dados sobre governança corporativa; responsabilidade social e ambiental; investimentos; política de distribuição de dividendos e demais aspectos conjunturais e institucionais que tenham contribuído para o desempenho, bem como suas perspectivas.

As reuniões públicas abrem espaço para o questionamento sobre os diversos aspectos apresentados, permitindo que analistas e investidores perguntem diretamente aos profissionais de RI e demais diretores da companhia detalhes sobre as informações divulgadas e discutam a política de dividendos da companhia, entre outros aspectos. Assim, o RI atende ao público e, ao mesmo tempo, pode levar para a companhias as dúvidas e críticas recebidas. A participação nessas reuniões é um importante fator de governança e conta pontos junto ao mercado.

O Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM), após submeter a matéria à audiência pública, aprovou o Pronunciamento de Orientação sobre o tema “Apresentações Públicas Periódicas”. De acordo com esse pronunciamento, as reuniões devem ser realizadas no âmbito de um cronograma prévio e

específico determinado pelas companhias abertas, exclusivamente com o objetivo de divulgar e esclarecer o mercado acerca de suas informações periódicas, fora do contexto de uma oferta pública.

As diretrizes do CODIM para as reuniões públicas são:

- ✓ A companhia deve anunciar com antecedência de 30 dias, e de maneira ampla, as seguintes informações sobre suas apresentações: data, local e horário de sua realização; a qual público se destina; eventuais regras de acesso para os interessados, consignando limite numérico de participantes presenciais em função do tamanho do auditório; se haverá a transmissão pela Internet, através de sistema *webcast* (transmissão de vídeo via internet), informando ostensivamente o endereço eletrônico para acesso;
- ✓ No anúncio da apresentação deverá ser previamente informada a política da companhia no que diz respeito à forma de registro de reuniões, no caso de serem gravadas, e como acessar as gravações e/ou transcrições, sem prejuízo de outras condições julgadas necessárias de serem explicitadas;
- ✓ A companhia deve realizar ao menos uma apresentação pública durante cada exercício social devendo envidar seus melhores esforços para realizar apresentações em diferentes localidades, sendo sempre representada pelos seus mais altos executivos e, em ao menos uma delas, ter a presença de seu principal executivo;
- ✓ Toda reunião deve contar com a presença de um representante da área de Relação com Investidores da companhia, que será o responsável pela apresentação e pelas informações nela prestadas, desde que emitidas em nome da companhia;
- ✓ A apresentação, mesmo quando direcionada a um público específico, sempre se revestirá do caráter de aberta ao público em geral e se restringirá à divulgação, explicação ou abordagem de fatos previamente comunicados aos órgãos reguladores e autorreguladores;
- ✓ Por se tratar de apresentação desenvolvida para o esclarecimento de determinado público, a reunião deverá privilegiar a forma de comunicação mais adequada aos participantes;
- ✓ A apresentação deve ter início com uma sessão expositiva, cujas informações devem ser escritas em slides, e terminar com uma sessão de perguntas e respostas;

- ✓ Com relação à sessão de perguntas e respostas, devido ao caráter público da reunião, nenhuma pergunta relacionada, direta ou indiretamente, aos temas previamente comunicados aos órgãos reguladores e autorreguladores poderá ser filtrada, ou seja, todas devem ser respondidas. No caso de transmissão via *web-cast*, a companhia deve divulgar, amplamente, e-mail para os participantes realizarem perguntas com total interatividade. Caso não haja tempo suficiente para responder a todas as perguntas recebidas durante a reunião, a companhia deve aloca-las junto com as demais perguntas e respostas no seu site;
- ✓ A companhia disponibilizará, concomitantemente, a apresentação dos slides utilizados em seu inteiro teor no seu site na internet e, também, os enviará para os órgãos reguladores e autorreguladores, através do sistema IPE (Informações Periódicas e Eventuais) e, posteriormente, deve alocar o áudio e/ou a transcrição do evento em seu site. Caso a companhia realize outra apresentação pública com o mesmo conteúdo, não haverá necessidade de disponibilizar todo o evento no site. Entretanto, deve disponibilizar em seu site o áudio da sessão de perguntas e/ou sua respectiva transcrição;
- ✓ Caso ocorra, no decorrer de uma reunião, a divulgação de informação relevante, não pública, que possa modificar as expectativas em relação à companhia e, especialmente, influir na cotação de seus valores mobiliários ou a eles referenciados, ou na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular desses valores, o representante da área de RI deverá providenciar de imediato a divulgação da informação anteriormente mencionada aos órgãos reguladores e auto-reguladores, disseminá-la junto ao mercado e disponibilizá-la no site da companhia nos termos da Instrução CVM 358/02.

6.3.2. Reuniões Individuais

As reuniões individuais — também chamadas de reuniões restritas — assim como as teleconferências, são contatos indispensáveis entre a área de RI e os investidores. Esses encontros dão oportunidade de um diálogo ágil para identificar as eventuais dúvidas e esclarecê-las. Se os porta-vozes da companhia, inadvertidamente, divulgarem informação não pública, é dever do RI comunicar o fato imediatamente aos órgãos reguladores.

Nas reuniões individuais, o contato é feito sempre pessoalmente com o gestor de

recursos, com o analista ou o próprio investidor. Nessas reuniões, a periodicidade e a forma de organização variam bastante, de acordo com a necessidade dos interlocutores e sua demanda por informações. Caso uma divulgação involuntária sobre fato relevante não público tenha ocorrido, no Brasil ou no exterior, durante uma reunião restrita, deve ser feita a sua divulgação “imediate, homogênea e simultânea” aos órgãos reguladores, às bolsas de valores em que os valores mobiliários da companhia sejam listados, ao mercado em geral — inclusive para as agências especializadas em comunicação financeira —, bem como no site da companhia, nos termos da Instrução CVM 358/02.

A companhia deve manter um registro dos porta-vozes autorizados e informar os interessados em obter as suas informações. Além disso, deve analisar a viabilidade do registro do teor das informações trocadas com os profissionais de investimentos e imprensa nas reuniões restritas. Os representantes da área de RI deverão estar capacitados para identificar perguntas capciosas, feitas a fim de provocar o vazamento de uma resposta relevante, e recusar a respondê-las. Todos os roteiros e eventuais materiais a serem utilizados nas reuniões restritas, tais como apresentações, *flyers*, *hand-outs* etc. devem ser revistos periodicamente pelos responsáveis da companhia para opinarem sobre a sua validade, sugerirem eventuais alterações ou mesmo bloquearem o seu uso.

6.3.3. Teleconferências

As companhias têm utilizado a teleconferência de maneira crescente, como ferramenta para divulgar seus resultados e fatos relevantes em reuniões públicas com investidores e profissionais.

Segundo orienta o CODIM, a teleconferência é um meio de comunicação eficiente e deve ser utilizado para dar acesso e gerar interatividade, de maneira ampla e irrestrita, entre os administradores e os públicos estratégicos da companhia. Por meio desse instrumento, é possível divulgar informações e esclarecimentos da companhia, privilegiando a tempestividade, a equidade e a transparência.

Esse tipo de comunicação pode ser feito tanto por meio de telefone (audioconferência), como pela internet (*webcast*, transmissão do áudio ao vivo, acompanhado de apresentação de slides ou de vídeo), sendo preferível a utilização simultânea dos dois meios para garantir maior disseminação e a equidade na divulgação das informações.

Pelas diretrizes do CODIM, toda teleconferência deve ser pública e a companhia deve divulgar o telefone e/ou endereço eletrônico de acesso. Ela também deve utilizar os sistemas de comunicação formais dos órgãos reguladores e autorreguladores para ampliar a divulgação da realização da teleconferência, bem como para entidades, instituições e os portais econômico-financeiros.

A teleconferência deve ser realizada, no menor prazo possível, após a divulgação de fato que possa ter impacto material, visando à disseminação das informações de forma plena, uniforme e simultânea. Entre os fatos que afetam a percepção do mercado de capitais constam, por exemplo, aquisições, incorporações, fusões, reestruturações administrativas, perdas e ganhos não esperados.

A teleconferência para o mercado brasileiro deve ser feita em português e, especificamente aquela sobre divulgação de resultados, seguindo a legislação societária brasileira. A companhia que fizer teleconferência em quaisquer outros idiomas deve disponibilizar em seu site, o mais breve possível, a transcrição completa da apresentação, incluindo a sessão de perguntas e respostas traduzida para os idiomas utilizados, dando acesso a todos os públicos que acompanharam as teleconferências.

Ainda pelas diretrizes do CODIM, devido ao caráter público da teleconferência, nenhuma pergunta pode ser filtrada, ou seja, todas devem ser respondidas.

Todas as informações que possam modificar as expectativas em relação à companhia devem ser entregues à CVM e amplamente divulgadas antes de uma teleconferência. Se, eventualmente, ocorrer a divulgação de alguma informação que possa interferir materialmente nas expectativas dos investidores durante a teleconferência, esta deve ser informada imediatamente aos órgãos reguladores e autorreguladores e disseminada ao mercado, bem como ser disponibilizada no site da companhia.

A política de arquivamento de teleconferência deve ser divulgada no site da companhia, devendo constar o período e formas de arquivamento do áudio, da apresentação, da transcrição da exposição e da sessão de perguntas e respostas. A teleconferência deve também ser utilizada em reuniões públicas com investidores e profissionais de investimentos, com transmissão ao vivo e com total interatividade para perguntas e respostas.

6.3.4. A Internet como ferramenta de divulgação

Os diversos mecanismos de comunicação com o público por meio da internet garantem à companhia um meio rápido, eficiente, eficaz e democrático de difusão de informações.

A evolução constante da Tecnologia da Informação permite que os profissionais de RI avancem a cada dia nesse campo, encontrando soluções novas para atingir seus públicos.

Para as companhias emissoras de ações, é obrigatória a manutenção de uma página na internet com o histórico de todas as informações periódicas e eventuais divulgadas ao mercado.

Os sites de RI na internet têm evoluído de tal modo que chegam até a ocupar, em alguns casos específicos, o papel de site institucional da companhia. É fundamental que haja permanente atualização das informações, que devem ser acompanhadas por seu histórico completo, especialmente no caso das informações financeiras.

O uso de sites requer critérios bastante rigorosos de qualidade. O conteúdo das informações financeiras é requisito fundamental e deve ter suficiente profundidade. A versão eletrônica dos comunicados, anúncios de dividendos, relatórios e outros dados deve ser interativa, até porque não há limites de capacidade.

O site precisa conter informações da companhia, como relatórios anuais, demonstrações financeiras trimestrais e press releases; deve trazer também informações de terceiros, como oscilações do mercado, preços de ações, opinião de analistas, informações setoriais e principais indicadores. O material deve ser organizado em menus de fácil acesso, atendendo também às necessidades dos investidores menos experientes nesse tipo de navegação. Além de manter sites em português e inglês, uma tendência importante e que já tem sido adotada por diversas companhias brasileiras, é a segmentação de acordo com o perfil do investidor, oferecendo sites diferenciados para pessoas físicas, jurídicas, analistas e investidores institucionais, entre outros.

6.4. Os Princípios Éticos

Os princípios éticos adotados pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores são:

Transparência
Equidade
Franqueza e Independência
Integridade e Responsabilidade

É extremamente importante que todos analisem esses princípios e que os incorporem em suas atitudes diárias. Os princípios devem valer tanto perante o público externo quanto nas atividades cotidianas dentro da companhia, uma vez que o profissional de RI deve ser responsável por prover inteligência de mercado para a alta administração, mantendo-a informada:

- ✓ sobre o que é divulgado ao público, para que todos estejam em sintonia com a consistência, tempestividade e melhores práticas;
- ✓ sobre o que o mercado pensa da companhia em relação a cada um dos itens a seguir.

6.4.1. Transparência

A prática da transparência é indispensável para que se construa um clima de confiança no mercado de capitais. Ela é um traço bastante distintivo da cultura da companhia, quando tem o caráter de espontaneidade e continuidade. Sua matéria-prima são todas as informações — financeiras e não financeiras — relacionadas à companhia e à sua atividade, a serem divulgadas para permitir que o investidor tenha um entendimento e faça uma avaliação bem fundamentada sobre a companhia.

O profissional de RI é, em primeiro lugar, um guardião da transparência. Portanto, é seu dever conhecer em profundidade a organização à qual está vinculado, bem como o setor econômico, visando esclarecer as dúvidas de todos os agentes do mercado de capitais.

6.4.2. Equidade

A disseminação de informações deve observar, além dos requisitos de clareza, amplitude e atualidade, o princípio básico da equidade, segundo o qual nenhum usuário de informação (seja no âmbito interno da companhia, seja no mercado) possa ser beneficiado por tratamento privilegiado. Cabe ao profissional de RI assegurar-se, por todos

os meios a seu alcance, de que qualquer informação seja disponibilizada ao mesmo tempo a todos os públicos interessados.

6.4.3. Franqueza e Independência

O profissional de RI deve zelar pela veracidade da informação que distribui, para que seja completa e confiável, sem meias-verdades ou distorções que enfatizem o lado positivo do fato ou que soneguem ou atenuem os aspectos menos favoráveis. Deve estar convicto de que a informação completa e sincera só trabalha em favor da reputação da companhia, fortalecendo a credibilidade da organização e do profissional.

Em sentido inverso, deve o RI levar para a administração da companhia todas as informações, críticas e avaliações que conseguir captar no mercado, para que sirvam de ferramenta no processo decisório. Deve ter, ademais, a independência necessária para comunicar aos demais órgãos da companhia, notadamente à Diretoria e ao Conselho de Administração, qualquer descumprimento de disposições previstas em lei, na regulamentação da CVM ou mesmo da política interna.

6.4.4. Integridade e Responsabilidade

Princípio essencial a ser observado pelo RI é o respeito total pelas leis do país e pela regulamentação oriunda dos órgãos que disciplinam seu mercado de trabalho (CVM, Banco Central, Bolsa de Valores etc.). Nenhuma ação deve ser iniciada antes que a indagação sobre legalidade tenha sido respondida afirmativamente. O uso de qualquer informação, para vantagem pessoal, configura transgressão grave desse princípio.

Embora profissionalmente vinculado à organização, o RI é o maior responsável pelo seu próprio conceito profissional, o que equivale dizer que, em eventual situação de conflito — ainda que aparente — entre os interesses da organização e sua reputação profissional, deve prevalecer esta última.



7 OFERTA
PÚBLICA

7. Oferta Pública

Para ter suas ações negociadas na Bolsa, as empresas precisam abrir o capital. A legislação define como companhia aberta aquela que pode ter seus valores mobiliários negociados de forma pública, tais como ações, debêntures e notas promissórias. Em outras palavras, somente empresas que abriram o capital podem ter seus valores mobiliários negociados publicamente, por exemplo, em bolsa de valores.

O primeiro procedimento para a empresa abrir o capital é entrar com o pedido de registro de companhia aberta na CVM, que é o órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro.

É comum que, junto com esse pedido, as empresas também solicitem à CVM a autorização para realizar venda de ações ao público, tecnicamente conhecida como distribuição pública de ações. Por ser a primeira colocação pública de títulos da companhia, é chamada de Oferta Pública Inicial ou IPO (do inglês, *Initial Public Offering*).

Além do pedido de registro de companhia aberta e de oferta pública na CVM, a empresa deve solicitar também o pedido de listagem na Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão Organizado. É através deste pedido que ela vai ser autorizada pela bolsa a utilizar o ambiente de negociação e receberá o nome de pregão e o código pelo qual a ação será conhecida na bolsa.

A distribuição realizada pela companhia pode ser primária (ações serão emitidas, ou “criadas”, e em seguida vendidas aos investidores), secundárias (ações que já eram de algum sócio, normalmente sócio-fundadores, serão vendidas aos investidores), ou mista. A diferença básica é que na distribuição primária o dinheiro da venda irá para o caixa da companhia, pois é ela quem está emitindo e vendendo as ações, enquanto na distribuição secundária o dinheiro vai para o sócio que está vendendo as ações, não para a companhia.

Independentemente de a distribuição ser primária ou secundária, ao fazê-la a companhia amplia seu quadro de sócios. Os compradores das ações, ou investidores, passam a ser parceiros e proprietários de uma parte da empresa.

Ainda neste capítulo serão abordados com mais detalhes os tipos e as classificações das Ofertas Públicas.

7.1. Motivação e Objetivos

Na Bolsa, há companhias listadas desde 1910. Por que abriram o capital? Qual foi a motivação que as levou a tomar essa decisão tão importante? Quais são as vantagens desse processo?

Para essas perguntas, não existe resposta única, uma vez que a realidade das empresas difere muito entre si. Muitas vezes, uma mesma companhia realiza diversas colocações de ações após a abertura de capital, tendo cada uma delas um objetivo específico.

A seguir, listamos alguns dos benefícios que a abertura de capital pode trazer para o empreendedor e sua empresa.

7.1.1. Acesso a Capital

Dentre as motivações, sem dúvida a mais comum é o acesso a recursos para financiar projetos de investimento. Existem algumas maneiras para a empresa se financiar, como:

Recursos gerados pelo negócio

Essa alternativa restringe os projetos da empresa ao montante de recursos que ela é capaz de gerar, o que pode levar ao desperdício de oportunidades e à limitação das perspectivas de crescimento. É o reinvestimento dos lucros na própria sociedade.

Capital de terceiros

A empresa pode também recorrer ao capital de terceiros. Além da forma mais tradicional, como empréstimos bancários, há outras opções: a emissão de títulos de renda fixa (debêntures ou notas promissórias) e a securitização de recebíveis (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios).

Embora muitas vezes seja interessante financiar-se por meio de dívida, nem sempre essa oportunidade está disponível ou pode não ser adequada às necessidades da empresa. Muitos projetos de investimento sofrem com a ausência de fontes de crédito de longo prazo, que seria o perfil mais compatível para esta finalidade.

A utilização de capital de terceiros, entretanto, quando utilizada em excesso, aumenta a vulnerabilidade da empresa aos humores da economia e a expõe a um maior nível

de risco. Como consequência, o custo do financiamento é maior, podendo, em alguns casos, inviabilizar o negócio.

Abertura de capital

Uma terceira alternativa é o financiamento por meio da emissão de ações, ou seja, do aumento do capital próprio e admissão de novos sócios. É uma fonte de recursos que não possui, teoricamente, limitação. Enquanto a empresa tiver projetos viáveis e rentáveis, provavelmente os investidores terão interesse em financiá-los.

A abertura de capital usualmente representa uma redução de risco e de custo de capital para a empresa. Os recursos dos sócios investidores, da mesma forma que o dinheiro que o próprio empresário colocou no empreendimento no início das atividades, não têm prazo de amortização ou resgate. Também, diferentemente de empréstimos, não exigem um rendimento pré-definido: o retorno dos investidores (na forma de dividendos, por exemplo) depende do desempenho da empresa.

Quando a companhia tem certo grau de endividamento, a abertura de capital pode ser uma forma de buscar um equilíbrio na estrutura de capital, balanceando o uso do crédito e do capital próprio, reduzindo o custo total do endividamento. O menor custo de capital, pode viabilizar projetos cujo retorno não seria atrativo anteriormente, abrindo um leque muito maior de oportunidades de investimento e de crescimento.

Além do financiamento de novos projetos e expansão dos negócios, a abertura de capital pode também ser utilizada para aquisições, que podem ser realizadas com diversos objetivos: ganhos de escala; diversificação e complementação de linhas de produto, clientes e regiões de atuação; oportunidades como concorrentes subavaliados/mal administrados; e interesse em ativos específicos utilizados por outra organização.

Entretanto, como essas aquisições podem exigir grande volume de recursos, nem sempre disponíveis, a captação de recursos através da abertura de capital pode ser uma alternativa de realizar a operação sem que seja necessário descapitalizar a empresa.

7.1.2. Liquidez Patrimonial

A abertura de capital também pode proporcionar liquidez patrimonial, que nada mais é do que a possibilidade de empreendedores e/ou seus sócios transformarem, a qualquer tempo, parte das ações que possuam na empresa em dinheiro. É possível vender algumas dessas ações no ato da abertura de capital ou no futuro, negociando na Bolsa.

Dar alguma liquidez ao patrimônio é uma forma muito razoável de protegê-lo. Os sócios podem também querer diversificar seus investimentos, seguindo o princípio que aconselha a não colocar todos os ovos numa única cesta.

Além disso, se a empresa tiver recebido investimentos de algum fundo de *venture capital* ou *private equity*, a abertura de capital pode representar a saída que esses sócios desejam. Geralmente, tais investidores atuam em empresas de capital fechado de menor porte, proporcionando-lhes estrutura, condições financeiras e, muitas vezes, apoio administrativo. Em contrapartida, só se tornam sócios de empresas em que possam ter uma posição relevante no capital e desde que vislumbrem a possibilidade de vender, com lucro, sua participação societária, de preferência por meio da abertura de capital.

Outra situação que ilustra o benefício que a liquidez patrimonial pode trazer é o momento do processo sucessório e de partilha da herança. Muitas empresas brasileiras já estão na segunda ou terceira geração da família fundadora. Os fundadores, como empreendedores, têm o sonho de viver o dia a dia da empresa, mas nem sempre o mesmo ocorre com os herdeiros ou, pelo menos, com todos os herdeiros. Adicione-se a esse fato a impossibilidade de todos os herdeiros permanecerem no comando.

São casos de potencial conflito que, se não forem bem administrados, poderão afetar e paralisar as atividades e projetos da empresa, ameaçando sua competitividade e até sua sobrevivência. Uma solução preventiva é, desde o início, facilitar a partilha e o processo sucessório por meio da abertura de capital, proporcionando uma saída fácil para os que não desejarem permanecer na sociedade, vendendo sua parte na Bolsa.

7.1.3. Imagem Institucional

Uma grande vantagem da companhia de capital aberto em relação às demais é que ela tem muito mais projeção e reconhecimento de todos os públicos com os quais se relaciona. Isso acontece porque ela passa a ganhar visibilidade, ser regularmente mencionada na mídia e acompanhada pela comunidade financeira.

Apesar de ser muito difícil mensurar o valor agregado à imagem em função da abertura de capital, não são poucos os casos em que empresas listadas em bolsa melhoraram as condições de negociação com fornecedores, passaram a contar com maior exposição de suas marcas, ganharam competitividade e elevaram o comprometimento de seus funcionários, abrindo-lhes a oportunidade de também se tornarem acionistas.

Além disso, a partir da abertura de capital, a credibilidade da empresa aumenta peran-

te a sociedade como um todo, pois, para atender às necessidades de seus acionistas investidores e oferecer-lhes condições para que acompanhem seu desempenho de perto, a companhia terá de ser muito mais transparente no fornecimento de informações. Pela mesma razão, a empresa pode ganhar no relacionamento com as instituições financeiras, que passam a ter maior confiança na avaliação e na concessão de crédito.

Outro efeito interessante, nesse caso associado à postura ativa e vigilante dos investidores e dos profissionais de investimentos no relacionamento com a companhia, é o ganho de eficiência que tende a ocorrer em toda a organização, à medida que a empresa passe a se disciplinar e se organizar melhor para garantir os resultados projetados e justificar sua estratégia.

7.1.4. Reestruturação de passivos

Algumas empresas, para garantir sua sobrevivência e, eventualmente, recolocar-se na rota de crescimento, são motivadas a pensar na abertura de capital em função da necessidade de reestruturar seus passivos.

Embora esta seja uma razão forte e legítima, nem sempre os investidores aceitam confortavelmente participar de uma operação de reestruturação financeira, em particular no caso de uma empresa nova que ainda não apresente histórico na Bolsa. Para fazer a captação de recursos com esse objetivo, a companhia deve justificá-la muito bem para o mercado, explicando seus planos e a mudança na estrutura de capital que o ingresso desses recursos representará.

O ideal é que a empresa mantenha sempre uma estrutura financeira equilibrada e, se tiver a abertura de capital como estratégia, procure fazê-la antecipando-se ao surgimento de qualquer sinal de asfixia financeira.

7.2. A Caracterização da Oferta Pública

Oferta pública de distribuição, primária ou secundária, é o processo de colocação, junto ao público, de certo número de títulos e valores mobiliários para venda. Envolve desde o levantamento das intenções do mercado em relação aos valores mobiliários ofertados até a efetiva colocação junto ao público, incluindo a divulgação de informações, o período de subscrição, entre outras etapas.

As ofertas públicas, uma vez que envolvem a captação de poupança pública, são disciplinadas por lei e regulamentadas pela CVM. A intenção é permitir que todos os investidores participem da oferta em igualdade de condições e que possam tomar suas decisões de investimento de forma consciente.

A legislação estabelece que nenhuma emissão pública de valores mobiliários poderá ser realizada sem prévio registro na CVM, apesar de lhe conceder a prerrogativa de dispensar o registro em determinados casos.

Algumas situações definidas na legislação e que caracterizam a oferta como pública são: a utilização de listas ou boletins, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, entre outros.

A Instrução CVM 400/03, que disciplina as ofertas públicas de valores mobiliários nos mercados primários ou secundários, estabelece situações de obrigatoriedade do registro, casos de dispensas e aspectos relacionados à informação, ao sistema de distribuição, ao recebimento de reservas e às normas de conduta, entre outros.

Entre os casos de oferta pública que podem ser dispensadas de registro, destacamos a oferta pública de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas. Para este caso específico, são dispensadas automaticamente do registro para ofertas de até R\$ 2.400.000,00 em cada período de 12 meses, observada a regulamentação.

As ofertas públicas são intermediadas por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, como os bancos de investimento, corretoras ou distribuidoras. Essas instituições poderão se organizar em consórcios para distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão, sempre sob a organização de uma instituição líder, que assume responsabilidades específicas. Para participar de uma oferta pública, o investidor precisa ser cadastrado em uma dessas instituições.

Adicionalmente, a Instrução CVM 400/03, dispõe sobre diversas outras etapas do processo de emissão pública de valores mobiliários, como a coleta de intenções, formação do preço, os avisos de início e encerramento, as hipóteses de cancelamento e suspensão, a possibilidade de lote suplementar e colocação parcial, além de casos especiais em que elas podem ocorrer.

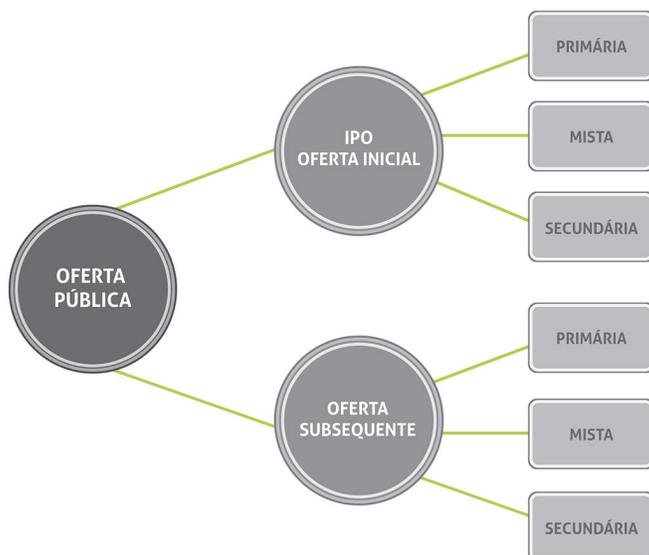
Em resumo, em um processo de registro de distribuição pública de valores mobiliá-

rios existem várias etapas indispensáveis, tais como:

- ✓ Protocolo do pedido de registro da operação na CVM;
- ✓ Formação do consórcio de instituições que vão coordenar e distribuir a operação;
- ✓ Estabelecimento de garantia (se houver);
- ✓ Conteúdo da oferta, incluindo lote e forma de precificação;
- ✓ Distribuição do prospecto preliminar e definitivo (material publicitário);
- ✓ Coleta, junto aos investidores, de intenções e reserva (quantidade e preço máximo);
- ✓ Recebimento de reservas (quando contemplado no prospecto e no anúncio de início de distribuição);
- ✓ Divulgação do período de distribuição;
- ✓ Resultado da oferta, incluindo o preço final da ação;
- ✓ Publicação do Anúncio de Início de Distribuição;
- ✓ Publicação do Anúncio de Encerramento da Distribuição.

7.3. Tipos de Oferta

As ofertas podem ser classificadas como:



7.3.1. Oferta Primária e Oferta Secundária

Quando a empresa vende títulos novos, operação conhecida como “emissão de ações”, os recursos dessa venda são destinados ao caixa da empresa e as ofertas são chamadas de primárias, constituindo um aumento de capital social. Neste caso, os recursos serão utilizados pela própria companhia para, por exemplo, ampliar seus negócios, criar novas unidades de negócio ou mudar seu perfil de endividamento.

Por outro lado, quando não envolvem a emissão de novos títulos, caracterizando apenas a venda de ações já existentes — em geral dos sócios que querem desinvestir ou reduzir a sua participação no negócio — elas são chamadas de ofertas secundárias. Neste caso, os recursos serão destinados aos proprietários que estão vendendo as ações, e não ao caixa da empresa.

7.3.2. Oferta Inicial e Oferta Subsequente

Além disso, quando a empresa está realizando a sua primeira oferta pública, ou seja, quando está abrindo o seu capital, a oferta recebe o nome de oferta pública inicial ou IPO (do inglês *Inicial Public Offering*).

Quando a companhia já tem o capital aberto e já realizou a sua primeira oferta anteriormente, as emissões são conhecidas como ofertas subsequentes ou, no termo em inglês, *follow on*.

7.4. Prospecto

Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.

Instrução CVM 400/03

Documento essencial em uma Oferta Pública, o prospecto disponibiliza informações essenciais para que o investidor entenda a proposta da companhia e tome sua decisão de investimento. Entre outras, encontram-se no prospecto as seguintes informações:

- ✓ Perspectivas e planos da companhia;
- ✓ Situação do mercado em que ela atua;
- ✓ Os riscos do negócio;
- ✓ O quadro administrativo da empresa.

Com o objetivo de padronizar os prospectos e facilitar sua análise, existe uma estrutura pré-estabelecida para o documento, que deve ser seguida pelos ofertantes tanto em relação à forma quanto ao conteúdo. Em síntese, esse documento contém dois grandes grupos de informações: relativas ao emissor, cujo conteúdo provém do for-

mulário de referência, e relativas à oferta propriamente dita, sobre os valores mobiliários oferecidos e as condições da oferta.

Uma seção muito importante do prospecto e que deve ser analisada com muita atenção pelos investidores é a que trata sobre os “Fatores de Risco”. Nesta seção são explicitados os riscos relacionados ao valor mobiliário ofertado, à companhia, ao ambiente econômico de uma forma geral e à própria oferta em questão.

Considera-se, portanto, que um prospecto adequado deve proporcionar ao investidor as informações necessárias para a tomada de decisão quanto ao investimento que lhe está sendo apresentado.

7.5. Modelos de Precificação

Os valores mobiliários oferecidos em uma oferta primária ou secundária têm seus preços estabelecidos de forma fixa ou, como acontece na maioria dos casos brasileiros, resultam de um processo chamado *bookbuilding*.

A formação de preço pelo mecanismo de *bookbuilding* considera a demanda apresentada pelos investidores (quantidade que cada um deseja comprar) e o preço máximo por ativo que cada um está disposto a pagar. Além disso apura as ofertas de intenções de compra de investidores, auxiliando a companhia na definição do preço inicial das ações, pois permite que ela tenha uma melhor percepção das condições do mercado.

O *bookbuilding* é, portanto, o processo através do qual o preço de lançamento de uma oferta pública é determinado, levando em consideração a demanda dos investidores institucionais. Este procedimento permite que o emissor tenha uma percepção antecipada da receptividade da oferta pelo mercado, fixando, assim, um preço adequado para os valores mobiliários ofertados.

e-Bookbuilding

É uma ferramenta para a apuração de intenções de compra de ativos via Internet, que facilita a interligação virtual dos participantes do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários na BM&FBOVESPA.

Ele permite a realização de *bookbuilding* de colocações iniciais ou subsequentes de ações ou quaisquer outros valores mobiliários. Têm acesso ao sistema as instituições financeiras, os emissores e os investidores.

Toda a comunicação entre os participantes é feita eletronicamente, inclusive o envio de convites para a participação nos eventos, o controle de senhas de acesso, envio das ofertas e até a divulgação dos resultados.

Por meio do sistema, os investidores podem verificar as características do ativo e do evento, enviar suas ofertas de interesse de compra, com quantidade e preço, além de consultar, a qualquer tempo, as ofertas inseridas.

Os coordenadores, ao término do período determinado para a inserção de ofertas, verificam o resultado apurado, de acordo com os parâmetros previamente estabelecidos para a apuração, definindo então o preço de lançamento da oferta pública.

7.6. Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)

A Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) é a oferta na qual um determinado proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma quantidade específica de ações, a preços e prazos determinados, respeitando determinadas condições.

O objetivo das OPAs é oferecer a todos os acionistas, em igualdade de direitos, a possibilidade de alienar as suas ações em situações que normalmente envolvem mudanças na estrutura societária da companhia.

As OPAs podem ser obrigatórias ou voluntárias. As obrigatórias são aquelas expressamente previstas na Lei 6.404/76. Diz a legislação societária brasileira que, nas hipóteses de cancelamento de registro de companhia aberta, de aumento de participação de acionista controlador que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes e de alienação de controle, a realização da OPA é obrigatória e deve seguir algumas regras.

As OPAs voluntárias, por outro lado, são aquelas realizadas sem que nenhuma norma específica tenha obrigado a sua realização. Elas são realizadas unicamente por vontade do ofertante de realizar a aquisição por oferta pública. A própria Lei prevê a

OPA por aquisição de controle acionário. Além disso, há a possibilidade de uma OPA concorrente a outra em curso, como será visto a seguir.

Independente de ser obrigatória ou voluntária, as OPAs devem observar procedimentos estabelecidos pela CVM, como formas de liquidação financeira, intermediação, avaliação, instrumento de OPA, publicação, leilão, entre outros.

A OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações de mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA e deve ser realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo a todos os destinatários. O ofertante da OPA deve guardar sigilo até a sua divulgação ao mercado.

Quanto à liquidação financeira, a OPA pode ser: de compra, quando a proposta é o pagamento em moeda corrente; de permuta, quando o proponente oferece o pagamento em valores mobiliários; ou mista, na hipótese de o pagamento prometido ser parte em dinheiro e parte em valores mobiliários. Há ainda a possibilidade de uma oferta pública alternativa, em que aos destinatários é dada a escolha da forma de liquidação. Somente estão sujeitas a registro na CVM as OPAs obrigatórias, em qualquer hipótese, e as voluntárias, quando envolverem permuta por valores mobiliários.

A OPA deve ser intermediada por instituição corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimentos, que se responsabiliza pelas informações prestadas ao mercado e à CVM.

No que diz respeito à avaliação da companhia para determinação do preço da OPA, sempre que a oferta for realizada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada (exceto na hipótese de OPA por alienação de controle) deverá ser elaborado laudo de avaliação da companhia objeto.

As condições gerais definidas para a OPA serão formalizadas em um documento, o Instrumento de OPA, que será firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição intermediária e deverá ser publicado sob a forma de edital. A efetivação é realizada em leilão realizado na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação.

Além dos procedimentos gerais que abrangem todos os tipos de OPA, cada uma, seja obrigatória ou voluntária, possui regras específicas, conforme detalhadas na Instrução CVM 361/2002. A seguir, um breve resumo das características de cada uma delas.

7.6.1. OPA para Aquisição de Controle

A OPA para aquisição de controle é aquela em que um ofertante, voluntariamente, com o intuito de adquirir o controle de companhia com capital pulverizado, realiza uma oferta para aquisição de ações no mercado.

Companhia com capital pulverizado é aquela que não possui um acionista majoritário ou grupo controlador específico. Nesse tipo de companhia, a oferta pública para aquisição do controle é uma alternativa para adquirir o controle, já que não há um único acionista majoritário com quem negociar privadamente. Além disso, representa um processo mais transparente e justo para todos os acionistas. Este tipo de OPA está previsto no artigo 257 da Lei 6.404/76.

OPA Concorrente

É a OPA voluntária realizada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada e que tenha por objeto as ações de OPA já apresentada para registro perante a CVM (ou por OPA não sujeita a registro) que esteja em curso. A OPA concorrente deve observar as mesmas regras da OPA com que for concorrer.

7.6.2. OPA para Cancelamento de Registro

O cancelamento de registro de companhia aberta, também conhecido como fechamento de capital, envolve uma decisão da assembleia de acionistas ou, o que é mais comum, uma decisão dos acionistas controladores. Assim como na abertura de capital, há uma ponderação entre vantagens e desvantagens de se manter uma empresa com capital aberto.

Entretanto, no caso de fechamento de capital, há um detalhe muito importante: os acionistas minoritários passariam a ser, involuntariamente, sócios de uma empresa de capital fechado. E qual o problema disso?

Como uma companhia fechada não pode negociar suas ações em bolsa nem em balcão organizado, os acionistas minoritários, quando quisessem vender suas ações, teriam que procurar, por conta própria, alguém interessado nas ações ou, alternativamente, oferecê-las ao próprio acionista controlador. Entretanto, como não haveria a formação de preço do mercado de bolsa, seria difícil definir o valor justo para a transação. Aproveitando-se dessa situação, o acionista controlador poderia, eventualmente, oferecer ao minoritário um valor muito abaixo do valor justo.

Como proposta de proteção a esses acionistas minoritários, a legislação societária brasileira introduziu a obrigação da realização de uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações em circulação no mercado como condição para o fechamento de capital da companhia. Assim, todos os acionistas não interessados em se manter sócios de uma sociedade de capital fechado têm a oportunidade de alienar as suas ações antes do fechamento do capital e da retirada dos papéis da companhia dos mercados organizados de bolsa ou balcão.

Acionistas minoritários: todos os acionistas titulares de ação em circulação que não estejam ligados ao acionista controlador.

Princípios Gerais da OPA para cancelamento de registro

A OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, a ser realizada pela própria companhia ou pelo seu acionista controlador, direto ou indireto, deverá observar os seguintes princípios gerais:

- ✓ Dirigir-se indistintamente a todos os acionistas minoritários, assegurando tratamento equitativo aos destinatários;
- ✓ Registro prévio na CVM e intermediação por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento;
- ✓ Laudo de avaliação da companhia e preço uniforme, salvo possibilidade de fixação de preços diversos conforme a classe e a espécie das ações objeto da OPA, desde que justificada a diferença no laudo de avaliação;
- ✓ Leilão em bolsa de valores ou em entidade de mercado de balcão organizado; e
- ✓ Deve ser imutável e irrevogável após a sua publicação, salvo expressa e prévia autorização pela CVM.

O fechamento do capital deverá ser aceito expressamente ou aprovado por mais de dois terços das ações detidas pelos acionistas que:

- ✓ Tenham expressamente concordado com o cancelamento de registro; e
- ✓ Tenham se habilitado a participar do leilão de OPA

É importante ressaltar que o cálculo dos dois terços para definir o fechamento do capital é realizado em relação apenas às ações cujos proprietários tenham se habilitado no leilão da referida OPA. Aqueles que não se manifestarem para tal não serão computados na contagem do atingimento do quorum necessário, embora estejam, vinculados ao resultado do procedimento e não percam nenhum direito por não terem se manifestado.

Observe-se que a opção entre aderir ou não à OPA, bem como quanto a concordar ou não com o fechamento de capital, é exclusiva do acionista minoritário, não podendo o responsável pela realização da OPA obrigá-lo em qualquer caso. Portanto, caso prefira, o acionista minoritário poderá continuar a integrar o capital social da companhia fechada. Não terá à sua disposição, porém, um mercado onde as ações de emissão da companhia são negociadas, o que pode dificultar a alienação das ações quando ele desejar se desfazer do investimento.

Resgate Compulsório de Ações Remanescente

Adicionalmente, é importante frisar que a Lei das S.A. permite que, caso remanesçam em circulação, após a realização da OPA, menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia, a Assembleia Geral delibere o resgate destas ações detidas por acionistas minoritários. Por força do resgate, tais minoritários receberão o mesmo valor pago na OPA por suas ações, que serão retiradas definitivamente de circulação.

Determinação do Preço

De forma a assegurar que os acionistas minoritários não sejam prejudicados, a Lei das S.A. e a regulamentação da CVM exigem que o preço a ser pago por ação no âmbito de uma OPA seja determinado por empresa especializada e com experiência neste tipo de avaliação. Busca-se, assim, garantir ao acionista minoritário um preço justo por suas ações.

Na determinação do preço, poderão ser utilizados, conjunta ou isoladamente, os critérios: patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preços de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos, cotação das ações no mercado, todos fixados pela Lei das S.A.. Pode ser utilizado, ainda outro método aceito pela CVM.

O avaliador prepara o laudo com pelo menos três referências de preço (utilizando três critérios diferentes) e informa aquele que entende ser o justo para os efeitos da

Lei 6.404/76. Normalmente o ofertante acata a sugestão do avaliador, mas ele tem a liberdade para ofertar com base em outro critério, se assim desejar.

Pedido de revisão do Preço da Oferta Pública para Cancelamento

Na hipótese de um ou mais acionistas minoritários titulares de pelo menos 10% das ações em circulação não concordarem com o preço oferecido na OPA, poderão requerer a realização de assembleia, exclusiva para acionistas minoritários, a fim de deliberar sobre a realização de nova avaliação.

É importante destacar que, caso o resultado da nova avaliação seja igual ou menor do que o preço por ação utilizado na OPA, os acionistas que tiverem tomado a iniciativa ou que votaram favoravelmente a requerer a realização da Assembleia deverão arcar com os custos incorridos pela companhia referentes à nova avaliação, incluindo os custos do avaliador e da convocação e realização da assembleia.

Se o resultado da nova avaliação for melhor que o preço utilizado na OPA, este novo valor prevalecerá, facultando-se ao ofertante desistir do processo de cancelamento de registro.

7.6.3. OPA por Aumento de Participação

Em determinadas condições, caso o controlador aumente sua participação adquirindo novas ações, ele pode ser obrigado a promover uma oferta pública de aquisição das ações dos minoritários.

O objetivo da OPA por Aumento de Participação é proteger os acionistas minoritários contra a redução excessiva de liquidez das ações no mercado.

As ações detidas pelos controladores usualmente não estão disponíveis para negociação no mercado. Portanto, na prática, quando o controlador aumenta sua participação na companhia, ele retira ações de circulação. Com um menor número de ações circulando no mercado, pode haver uma redução no número de negócios realizados, prejudicando a correta precificação dos papéis da companhia no mercado e, no limite, dificultando a saída do investidor quando ele desejar se desfazer das suas ações. Considerando que isso seria um prejuízo ao minoritário, o legislador decidiu estabelecer algumas hipóteses de obrigatoriedade de realização dessa modalidade de OPA.

Primeiramente, a oferta por aumento de participação será obrigatória quando o acio-

nista controlador adquirir, por outro meio que não uma OPA, ações da companhia que representem mais de um terço do total das ações em circulação de uma mesma espécie/classe na data do início da vigência da Instrução CVM 345/2000, o que ocorreu em 4 de setembro de 2000.

A CVM poderá, ainda, determinar a realização da OPA por aumento de participação quando o acionista controlador que detinha, na data da entrada em vigor da Instrução CVM 345, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie ou classe, adquirir participação igual ou superior a 10% daquela mesma espécie e classe em período inferior a 12 meses. Tal determinação somente será exigida pela CVM caso se verifique que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.

No primeiro caso, o requerimento de registro da Oferta deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 dias, contados da data em que for verificado o aumento de participação do acionista controlador, enquanto que, na segunda hipótese, caberá à CVM determinar o prazo para a aludida apresentação.

O acionista controlador poderá, no entanto, adotar procedimento alternativo à realização da OPA. Para tanto, deverá solicitar à CVM autorização de dispensa de realização da Oferta por Aumento de Participação, comprometendo-se, em contrapartida, a alienar o excesso de participação no prazo de três meses, contados da aquisição das ações.

Decorrido o referido prazo e não tendo o acionista controlador alienado o excedente de ações, deverá apresentar à CVM requerimento de registro de Oferta por Aumento de Participação. Nesta modalidade de oferta pública, que deve seguir os mesmos princípios gerais da OPA para cancelamento de registro, os titulares de mais de 10% das ações em circulação no mercado podem requerer a convocação de uma assembleia especial, na qual somente os acionistas minoritários terão direito a voto, para deliberar sobre a realização de uma nova avaliação das ações de emissão da companhia.

Na hipótese da realização desta nova avaliação ser aprovada pelos acionistas minoritários e o valor dela resultante ser superior ao preço originalmente ofertado pelo acionista controlador, este somente poderá desistir da OPA caso se comprometa a adotar o procedimento alternativo anteriormente descrito, alienando as ações excedentes no mercado.

7.6.4. OPA por Alienação de Controle (*Tag Along*)

Nos casos em que ficar caracterizada a alienação de controle de companhia aberta, o novo controlador tem a obrigação de realizar oferta pública para adquirir as ações pertencentes aos acionistas minoritários titulares de ações com direito a voto.

A Lei das S.A. confere aos acionistas minoritários com participação no capital votante o direito ao *tag along*. Além disso, os regulamentos dos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e, em alguns casos, os próprios estatutos sociais das companhias preveem situações que conferem direito ao *tag along*.

Tag along é o direito atribuído ao minoritário de alienar suas ações ao novo controlador por ocasião da transferência do controle de companhia aberta.

Nos termos da Instrução CVM 361/2002, os destinatários da oferta pública por alienação de controle são apenas os minoritários titulares de ações com direito a voto pleno e permanente. Ou seja, os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito não têm direito de exigir que o novo controlador também adquira as ações por eles detidas¹.

Nada impede, porém, e muitas companhias já vêm procedendo desta forma, que seja incluído no estatuto social um dispositivo estendendo expressamente o direito ao *tag along* aos titulares de ações sem direito a voto. Neste caso, eles também poderiam vender as ações de sua propriedade na oferta pública por alienação de controle.

O preço a ser pago na oferta pública aos acionistas minoritários deve corresponder a, no mínimo, 80% do valor por ação pago aos acionistas que alienaram o bloco de controle. Essa porcentagem, entretanto, pode ser majorada por determinação estatutária, aumentando ainda a essa proteção conferida aos acionistas minoritários.

Além disso, alguns níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA exigem que as companhias assumam compromissos adicionais no que se refere ao *tag along*. É o caso das companhias participantes do Novo Mercado e do Nível 2², que devem estender a todos os acionistas as mesmas condições obtidas pelos controladores na alienação do controle.

¹Conforme entendimento da CVM, ainda que tais acionistas tenham adquirido o direito de voto em função do não pagamento de dividendos, eles não passam a ter direito de participar da oferta pública por alienação de controle, uma vez que o direito a voto por eles adquirido não tem caráter permanente.

² Até 09/05/2011, no Nível 2, a obrigação era de 100% do preço para as ações ON e 80% para as ações PN.



8 BOLSA DE
VALORES

8. Bolsa de Valores

O desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários depende da solidez do mercado secundário existente, ou seja, da possibilidade de os investidores subscritores das emissões conseguirem negociar posteriormente os valores mobiliários entre si. Isso é relevante porque, por diversas razões, os investidores podem precisar se desfazer de seus investimentos antes do prazo de vencimento. Além disso, no caso das ações, os títulos sequer têm vencimento, já que as companhias não têm obrigação de resgatá-las.

Poucos investidores se interessariam em adquirir ações em uma oferta pública, se não existisse um mercado organizado em que pudessem se desfazer de seus investimentos a qualquer tempo. Evidentemente, cada investidor poderia negociar diretamente com outro, mas esse sistema seria ineficiente no que diz respeito ao encontro de propostas, à definição de preços, transparência e divulgação das informações, segurança na liquidação, entre outros. Os mercados de bolsa e balcão buscam justamente eliminar essa ineficiência.

A principal função dos mercados de bolsa e de balcão é organizar, manter, controlar e garantir ambientes ou sistemas propícios para o encontro de ofertas e a realização de negócios com formação eficiente de preços, transparência e divulgação de informações e segurança na compensação e liquidação dos negócios.

Essas funções aumentam a confiança dos investidores no mercado secundário, de maneira a fomentar o mercado primário e, portanto, as captações públicas de recursos pelas companhias, função econômica principal do mercado de capitais.

Todo esse conjunto resulta em benefícios gerados pelas bolsas de valores para a economia e a sociedade, entre os quais cabe destacar:

- ✓ Financiamento para a capitalização das empresas através da venda de ações;
- ✓ Estímulo à aplicação de poupanças em ações de companhias, com benefícios para os diferentes setores da Economia;
- ✓ Facilidade nos processos de fusões e aquisições de companhias;
- ✓ Estímulo à redução da desigualdade na distribuição de rendas da sociedade;

- ✓ Aprimoramento da governança corporativa, com significativas melhoras nos padrões de administração e eficiência das empresas;
- ✓ Abertura de oportunidades de participação no mercado de ações para pequenos e médios investidores;
- ✓ Atuação como termômetro da economia do país;
- ✓ Veículo eficaz para o financiamento das iniciativas públicas de desenvolvimento, pela capacidade de colocação de títulos públicos.

Com o passar do tempo, os mercados de bolsa e balcão assumiram também, além das funções acima descritas, a responsabilidade pela autorregulação dos seus ambientes, sistemas e operadores, com autonomia suficiente para normatizar, fiscalizar e punir as operações realizadas em seus mercados. A função estatal, nesse modelo, se reduz à supervisão e orientação do sistema, estabelecendo requisitos mínimos necessários, objetivos a serem atingidos e controles necessários.

Mercados Regulamentados

Na legislação brasileira há três tipos previstos de mercados:

- ✓ mercado de bolsa;
- ✓ mercado de balcão organizado; e
- ✓ mercado de balcão não organizado.

Entretanto, não há conceito explícito de cada um deles. Os mercados de balcão não organizado, por exemplo, são considerados aqueles em que as negociações são realizadas com participação de instituições integrantes do sistema de distribuição, que não seja realizada em mercados de bolsa ou balcão organizado. Um conceito residual, embora não se defina o que é um mercado de bolsa ou de balcão.

A regulamentação da CVM, especificamente a Instrução CVM 461/07, tentou esclarecer essas definições. Em primeiro lugar, a instrução aplica-se ao que se chamou de mercados regulamentados de valores mobiliários, assim compreendidos os mercados de bolsa, de balcão organizado e de balcão não organizado. Manteve-se, portanto, a estrutura prevista na legislação.

Da mesma forma, o conceito de mercado de balcão não organizado se manteve. No que diz respeito aos mercados de bolsa e de balcão organizado, ou mercados organizados, como cita a norma, a instrução não criou conceitos, mas estabeleceu certas características que definiriam um mercado como de bolsa ou de balcão organizado. Nesse sentido, determinou, inclusive, características somente admissíveis ao mercado de balcão não organizado, considerando, para isso, elementos que poderiam criar situações de risco para os investidores. Procurou, assim, deixar a cargo do mercado a escolha pela utilização da estrutura de um ou outro mercado.

De acordo com a instrução, consideram-se mercados de bolsa aqueles que:

- ✓ funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários;
- ✓ ou permitem a execução de negócios tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, respeitadas as condições estabelecidas na norma.

Entendem-se como sistemas centralizados e multilaterais de negociação aqueles em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema.

Nos ambientes de bolsa, todas as informações sobre os negócios, como os preços, as quantidades e horários, entre outras, devem ser publicadas continuamente, com no máximo 15 minutos de atraso. As entidades administradoras de mercados de bolsa devem manter sistemas de controle de riscos e, especialmente, manter mecanismo de ressarcimento de prejuízos, para assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes de erros ou omissões das instituições intermediadoras ou seus administradores e empregados.

Nos mercados de balcão organizado, além das negociações em sistemas centralizados e multilaterais ou da participação de formador de mercado, admite-se ainda o registro das operações previamente realizadas. Nesse mercado, a negociação ou o registro das operações pode ocorrer sem a participação direta de integrante do sistema de distribuição, desde que a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado ou que seja realizada diretamente entre as partes.

Além disso, nos mercados de balcão organizado, as informações sobre os negócios, como os preços, as quantidades e os horários podem ser diferidas, não sendo obrigatória a divulgação contínua, dependendo das características do mercado.

Assim, um mercado é considerado de bolsa ou de balcão organizado conforme apresentem uma ou outra característica acima cita. Ainda, o volume operado e o público investidor visado são também considerados para classificação de um mercado como de bolsa ou de balcão organizado, pois, quanto maior o volume e maior a participação de investidores de varejo, maior o impacto no mercado e a maior a necessidade de intervenção regulatória. Destacando que a possibilidade de realizar apenas o registro das operações previamente negociadas, o diferimento da divulgação de informações e a possibilidade de atuação direta, sem intermediário, são características aplicáveis exclusivamente aos mercados de balcão organizado.

Entidades Administradoras de Mercados Organizados

Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser estruturados, mantidos e fiscalizados por Entidades Administradoras, autorizadas pela CVM, que podem se constituir como sociedade anônima ou associação, embora boa parte da estrutura exigida pela norma assemelhe-se muito à organização de uma sociedade anônima.

A esse respeito, tradicionalmente as bolsas se organizavam sob a forma de uma associação de corretoras, detentoras de títulos patrimoniais, as únicas habilitadas a operar nos seus recintos. Com o desenvolvimento do mercado, essa forma de organização evoluiu para um modelo em que as bolsas se constituem sob a forma de sociedades por ações, com fins lucrativos, em que a habilitação para operar em seus recintos independe da posse de ações ou qualquer outro vínculo, estando vinculada apenas a quesitos estruturais, tecnológicos e formais.

Desmutualização é o nome dado ao processo de transformação das Bolsas de Valores, que passaram de associações civis sem fins lucrativos, com títulos patrimoniais detidos pelas corretoras, para sociedades com fins lucrativos, com seu capital dividido em ações.

Essa mudança gerou certa desconfiança do mercado sobre a capacidade de uma sociedade com fins lucrativos criar estrutura independente e eficiente de autorregulação. Nesse sentido, a Instrução CVM 461/07 determina que, entre os órgãos necessários na estrutura de uma Entidade Administradora, deve constar um Conselho de Autor-

regulação, um Departamento de Autorregulação e um Diretor do Departamento de Autorregulação, que terão a competência exclusiva sobre as atividades autorreguladoras da entidade. Entre elas, a fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados que estejam sob sua responsabilidade. Além disso, a CVM se preocupou no estabelecimento de diversas regras que garantem a autonomia das decisões dos órgãos autorreguladores.

Atualmente no Brasil, temos a BM&FBOVESPA como principal entidade administradora de mercado de bolsa para as negociações de ações. Ela é a única bolsa de valores do país nesse segmento, embora a legislação não impeça a criação de outras bolsas. Administra também outros sistemas, de bolsa e de balcão, como o BovespaFix, para negociação de títulos de dívida corporativa, e o Sisbex, para negociação de títulos públicos de renda fixa, contratos de câmbio, títulos privados, contratos de energia e derivados.

Além da BM&FBOVESPA, a Cetip também atua como entidade administradora de mercados organizados. Oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos, é líder no registro e depósito de ativos de Renda Fixa e Derivativos de Balcão, além de concentrar grande parte das negociações eletrônicas de títulos públicos e privados.

8.1. A BM&FBOVESPA

8.1.1. Histórico

Longe vai o ano de 1890, quando Emílio Rangel Pestana cria uma Bolsa Livre para operar valores financeiros na cidade de São Paulo. A iniciativa frustra-se no ano seguinte por causa dos percalços do Encilhamento¹, resultando no fechamento da Bolsa. Só em 1895 a iniciativa paulista cria a Bolsa de Títulos de São Paulo, que reúne os corretores de títulos e de câmbio.

A cronologia da estrutura patrimonial da Bolsa segue esta série de eventos:

¹ Política financeira de estímulo á indústria, criada pelo Ministro Ruy Barbosa, baseada no aumento do meio circulante com a criação de bancos emissores, trocando o lastro-ouro por títulos da dívida pública, que resultou em espiral inflacionária e grande número de falências.

ANO	EVENTO
1934	Transforma-se em Bolsa Oficial de Valores de São Paulo, entidade oficial corporativa vinculada à Secretaria de Finanças do Estado de São Paulo, com corretores oficiais de fundos públicos nomeados pelo governo.
1967	Deixa de ser oficial, passa a chamar-se Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo, e corretores oficiais se transformam em sociedades corretoras (ou empresas individuais com o mesmo objeto social).
1986	Cria-se a BM&F – Bolsa Mercantil e de Futuros, com a Bovespa como instituidora.
1991	Acordo entre a BM&F e a BMSP – Bolsa de Mercadorias de SP, com troca de nome para BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros.
1997	Acordo entre a BM&F e a BBF – Bolsa Brasileira de Futuros, do Rio de Janeiro.
1999	Unificação das operações de pregão com as demais bolsas de valores do país
2007	Desmutualização da Bovespa e da BM&F
2008	Integração das bolsas que passam a chamar-se BM&FBOVESPA

Mudanças organizacionais justificam esses eventos, com a Bolsa dando os seguintes passos:

- ✓ Como Bolsa Oficial de Valores, torna-se uma associação civil, sem fins lucrativos, que congrega os corretores oficiais de fundos públicos, caracterizados como profissionais autônomos ou firmas individuais, que dirigem seus negócios para a corretagem de ações e obrigações, e exclusividade na intermediação de câmbio oficial.
- ✓ Ainda nessa estrutura, em outubro de 1966, o Banco Central do Brasil cria novas regras para a formação de sociedades corretoras, em substituição aos corretores de fundos públicos, mantendo-se reguladas pela Bolsa de Valores. Com isso, a Bolsa Oficial de Valores de São Paulo passa a funcionar como Bolsa de Valores de São Paulo, sem alterar sua condição de associação civil, agora constituída por diversas sociedades corretoras, que detêm títulos patrimoniais da entidade, cuja soma equivaliu ao patrimônio da Bolsa.
- ✓ Em fins de 1976, cria-se a Comissão de Valores Mobiliários, e a normatização das

atividades das Bolsas e das sociedades por ações passa ao âmbito daquela entidade.

- ✓ Em 2007, a configuração da Bolsa modifica-se por completo: deixa de ser uma associação civil e transforma-se numa companhia, e os títulos patrimoniais das corretoras integram o capital da nova companhia. Ocorre a desmutualização², ou transformação da associação civil integrada exclusivamente pelos membros registrados em sociedades por ações, e da abertura do capital das companhias resultantes de referida transformação para a negociação das respectivas ações em bolsa de valores. A desmutualização da Bovespa envolve duas etapas, realizadas no mesmo dia: cisão parcial da Bovespa, com a versão de parcelas de seu patrimônio em duas sociedades (Bovespa Holding e Bovespa Serviços S.A.); e incorporação das ações da Bovespa Serviços ao capital da Bovespa Holding. Desmutualizando, as sociedades corretoras detentoras de títulos patrimoniais da Bovespa passam a proprietárias de ações representativas do capital da Bovespa Holding.
- ✓ A desmutualização da BM&F se processa da mesma forma. Menos de um mês depois, há a cisão parcial da BM&F, com a versão das parcelas de seu patrimônio e outros direitos associativos em duas sociedades: BM&F Holding e BM&F Serviços S.A. (“Bovespa Serviços”), e incorporação das ações da BM&F Serviços ao capital da BM&F Holding.
- ✓ Finalmente, em maio de 2008, a BOVESPA e BM&F se integram, formando, então, a BM&FBOVESPA S.A.
- ✓ Com a desmutualização, uma sociedade corretora passa a poder usar os serviços da Bolsa, sem a exigência de possuir um título patrimonial.

8.1.2. Situação atual

A BM&FBOVESPA é atualmente uma companhia de capital aberto formada a partir da integração das operações da Bovespa e da BM&F. Sua principal função é proporcionar um ambiente transparente e líquido, adequado à realização de negócios com valores mobiliários. Somente através das corretoras, os investidores têm acesso aos sistemas de negociação para efetuarem suas transações de compra e venda desses valores.

Como principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado

² Associações civis sem fins lucrativos são **entidades de benefício mútuo** destinadas a proporcionar bens ou serviços a um círculo restrito de associados ou sócios. Ao deixar de ser uma associação, a Bolsa promoveu a sua desmutualização e consequente transformação em sociedades por ações.

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 estrutura de *clearing* de ações, derivativos, câmbio e ativos, que atua de forma integrada com o Banco BM&FBOVESPA, de maneira a assegurar o funcionamento eficiente de seus mercados e a consolidação adequada das operações.

Atualmente a 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. 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 CVM e do Banco Central do Brasil. É ainda uma entidade autorreguladora, por meio da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM), que opera sob a supervisão da CVM.

A Instrução CVM 461/07 determina que a BM&FBOVESPA deve estabelecer mecanismos e procedimentos eficazes para que a BSM fiscalize a observância das regras e normas de conduta da Bolsa, bem como da regulamentação vigente. Assim a BSM pode identificar violações anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de colocar em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado.

A BSM atua em duas frentes: supervisão de mercado e auditoria de participantes. Como medidas disciplinares, a BSM pode aplicar as seguintes penalidades: advertência, multa, suspensão (até 90 dias) ou inabilitação temporária (até 10 anos).

8.1.3. Empresas do grupo

Completada a reestruturação das diversas empresas que resultaram da desmutuali-

zação, a BM&FBOVESPA tem atualmente as seguintes empresas subsidiárias:

GRUPO BM&FBOVESPA	
BANCO BM&FBOVESPA	Constituído como subsidiária integral da antiga BM&F tem como finalidade facilitar a compensação e a liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes de negociação e funcionar como importante mecanismo de mitigação de risco e de suporte operacional.
BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS	Responsável pela fiscalização das operações e das atividades dos participantes do mercado e dos agentes de compensação e/ou custódia perante a Clearing, bem como pela administração do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP).
BBM - BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIA	Associação civil sem fins lucrativos que reúne, além da BM&FBOVESPA, as bolsas de mercadorias dos estados de Goiás, Mato Grosso do Sul, Ceará, Minas Gerais, Paraná e Rio Grande do Sul e da cidade de Uberlândia (MG). O objetivo da BBM é 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.
BM&F USA INC.	Escritório de representação da Companhia em Nova Iorque (EUA) e oferece infra-estrutura e suporte às corretoras de valores e mercadorias que desenvolvem atividades junto a clientes estrangeiros. Outras atividades do escritório de Nova Iorque envolvem o relacionamento com órgãos reguladores e governamentais estrangeiros, bem como com bolsas estrangeiras para analisar o potencial de alianças estratégicas, a difusão de informações sobre atividades da BM&FBOVESPA para investidores estrangeiros e a captação de informações internacionais relevantes.
BVRJ - BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO	A BM&FBOVESPA é detentora de 99 títulos patrimoniais da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), com participação correspondente a 86,09% do seu patrimônio social.

8.2. Ativos negociados

Por questões estruturais, os ativos negociados na BM&FBOVESPA dividem-se nos segmentos Bovespa e BM&F.

8.2.1. Segmento Bovespa

MERCADOS OPERADOS NO SEGMENTO BOVESPA	
AÇÕES	<ul style="list-style-type: none">• Ações• Direitos de subscrição de ações• Recibos de ações• RCSA – Recibos de Carteira Seleccionada de Ações• BDRs patrocinados• Opções
OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS DE RENDA VARIÁVEL	<ul style="list-style-type: none">• Fundo PIBB (Papéis Índice Brasil BM&FBOVESPA – 50)• Fundos ETF (fundos de índice)• POP – Proteção de Investimento com Participação• bônus de subscrição• opções não padronizadas (warrants) de compra e venda sobre valores mobiliários• outros autorizados pela CVM
TÍTULOS DE RENDA FIXA	<ul style="list-style-type: none">• Debêntures• Notas promissórias• CRIs (Certificados de recebíveis Imobiliários)• FIDCs (Fundos de Recebíveis)• FII (Fundos de Investimento Imobiliário)• Fundos de investimento em direitos creditórios (FDIC)• Fundos de investimento em quotas de FDIC

Formas de negociação

As negociações de ações no mercado podem ser realizadas de duas formas: à vista e a prazo. As operações à vista são aquelas em que os negócios são realizados e liquidados à vista. As operações a prazo são aquelas realizadas para liquidação em data futura. As operações a prazo podem ser realizadas em três diferentes mercados: mercado a termo, futuro e de opções, conforme características específicas de cada um deles.

Mercado à Vista

No mercado à vista, o comprador realiza o pagamento e o vendedor entrega as ações

objeto da transação em D+3, ou seja, no terceiro dia útil após a realização do negócio. Nesse mercado, os preços são formados em pregão em negociações realizadas no sistema eletrônico de negociação PUMA Trading System.

Mercado a termo

No mercado a termo são negociados contratos para compra ou venda de quantidade específica de ações, para liquidação em uma data futura, em prazo determinado, a um preço fixado. Geralmente, os prazos dos contratos a termo podem variar entre 16 e 999 dias corridos. Nesse mercado, os preços dependem do valor da ação no mercado à vista e da taxa de juros esperado para o período do contrato.

Nos negócios a termo, o sistema de compensação e liquidação da bolsa exige um depósito de garantia, que podem ser oferecidas na forma de cobertura ou margem. A cobertura é o depósito, pelo vendedor a termo, do ativo objeto da operação como garantia. Margem é um valor depositado, conforme regras do sistema de compensação, que procura reduzir os riscos de liquidação da operação.

Nesse mercado, a liquidação pode ser por decurso de prazo, ou seja, no vencimento do contrato, ou antecipada, antes da data do vencimento do contrato. Somente o comprador pode liquidar a operação antecipadamente, se assim desejar, em um modelo de contrato conhecido como “à vontade do comprador”. A liquidação pode ser somente financeira, podendo ser solicitada até V-3, terceiro dia útil anterior ao vencimento do contrato, mediante venda à vista, pelo comprador, das ações compradas a termo.

Mercado Futuro

Assim como no mercado a termo, no mercado futuro são negociados contratos para liquidação em data futura, a preço fixado. O preço é função do valor do ativo no mercado à vista e da taxa de juros esperada para o período. Porém, os dois mercados diferem em aspectos operacionais, especialmente no que diz respeito à garantia e à liquidação.

Também no mercado futuro, há exigência de depósito de garantia, como cobertura ou margem. Porém, os contratos sujeitam-se ao ajuste diário de perdas e ganhos. Nesse processo, todas as posições em aberto são avaliadas diariamente em relação a um preço de referência, conhecido como preço de ajuste diário. O preço de ajuste diário é calculado pelo preço médio dos negócios realizados com o papel no mercado futuro no período da tarde. Assim, a diferença, positiva ou negativa, entre os preços de ajuste diário de dois pregões consecutivos ou entre o preço de ajuste e o preço do contrato

fechado no dia, será paga ou recebida pelos investidores com posição em aberto.

A liquidação dos contratos futuros é calculada pelo preço médio dos negócios realizados com o ativo objeto no mercado à vista na data de vencimento. Entretanto, o investidor que desejar pode sair de sua posição por meio de uma operação oposta envolvendo o mesmo ativo objeto e mês de vencimento. Com isso, o investidor “zera” a sua posição e não precisa ir para a liquidação física. Assim, a data de vencimento é a última data em que os negócios podem ser encerrados por meio da realização dessa operação inversa. Do contrário, a liquidação deverá ser obrigatoriamente física. Os contratos têm vencimentos todos os meses, sempre na terceira segunda-feira.

Mercado de Opções

No mercado de opções são negociados contratos que garantem o direito de compra ou de venda de uma determinada ação dentro de um prazo estipulado, a um valor prefixado. Esse valor prefixado é conhecido como preço de exercício ou, na sua expressão em inglês de *strike price*. Já o valor do contrato negociado entre as partes, ou seja, o preço para fechamento do contrato, é chamado de prêmio. Então, prêmio é o preço pago pelo comprador da opção para ter o direito de comprar (opção de compra, ou *call*) ou vender (opção de venda, ou *put*) determinada quantidade de ações ao preço estipulado em contrato (preço de exercício) durante um certo período de tempo (até o vencimento da opção) ou em uma data específica.

Os compradores dos contratos de opção são conhecidos como titulares da opção. Em uma opção de compra, ele adquire o direito de comprar e em uma opção de venda ele tem o direito de vender, conforme as demais características do contrato e, para isso, pagam o prêmio. Por outro lado, os vendedores dos contratos recebem esse prêmio e assumem a obrigação de, caso o comprador exerça o seu direito, vender ou comprar o ativo nas condições previamente estipuladas.

As opções sobre ações têm vencimento na terceira segunda-feira de cada mês. A liquidação da negociação é realizada em D+1, no primeiro dia útil subsequente à negociação e a liquidação do exercício é feita em D+3, no terceiro dia útil após o dia do exercício.

As garantias podem ser depositadas na forma de cobertura ou margem, conforme padrões estabelecidos pela bolsa.

8.2.2. Segmento BM&F

No segmento BM&F, operam-se os mercados derivativos de Mercadorias e Futuros referenciados em:

DERIVATIVOS AGROPECUÁRIOS	DERIVATIVOS FINANCEIROS
Açúcar	Ouro
Boi Gordo	Índices (Ibovespa, IBrX-50, S&P, FTSE, etc)
Café Arábica	Taxa de Câmbio (dólar, euro, libra, etc)
Etanol	Taxas de Juro (cambial, IGP-M, IPCA, DI, etc)
Soja	Títulos da Dívida Externa

Os minicontratos disponíveis hoje são:

MINICONTRATOS FINANCEIROS	MINICONTRATOS AGROPECUÁRIOS
Mini de Dólar	Mini de Boi Gordo
Mini de Euro	Mini de Café Arábica
Mini Ibovespa	

Créditos de carbono

Conforme esclarecimentos fornecidos pela BM&FBOVESPA, o Brasil é um dos países comprometidos com a causa da redução das emissões de gases do efeito estufa (GEE). É também signatário do MDL — Mecanismo de Desenvolvimento Limpo, instrumento de flexibilização estabelecido pelo Protocolo de Kyoto³ para facilitar o alcance das metas de redução de emissão de GEE definidas para os países que ratificaram aquele Protocolo.

Resulta daí a criação do mercado de carbono na BM&FBOVESPA, ambiente eletrônico de negociação desenvolvido para viabilizar, de forma ágil, segura e transparente,

³ O conceito surgiu a partir de acordos ambientalistas internacionais, como o Protocolo de Montreal, Eco92, Protocolo de Kyoto e Rio+10. Em 1997, em Kyoto, as reduções voluntárias de CO₂ se transformaram em obrigatórias. O Protocolo de Kyoto estabelece que a emissão de CO₂ deve ser reduzida em torno de 5% ao que era emitido em 1990.

o fechamento de negócios com créditos gerados por projetos de MDL e no âmbito do mercado voluntário. As operações são realizadas por meio de leilões eletrônicos, via web, e agendados pela BM&FBOVESPA a pedido de entidades — públicas ou privadas — que desejem ofertar seus créditos de carbono no mercado.

8.2.3. Câmbio

As operações de câmbio (Pronto Eletrônico) no âmbito da BM&FBOVESPA são regidas pelo Sistema de Negociação de Operações de Câmbio em Bolsa, que é desenvolvido, implantado e gerido pela bolsa, em ambiente de pregão eletrônico.

Participam deste mercado os bancos e instituições autorizadas a operar em câmbio, e suas normas são regulamentadas pelo Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação das Operações de Câmbio.

8.3. Funcionamento da Bolsa de Valores

8.3.1. As etapas da negociação

O processo que envolve a compra e a venda, tanto no mercado primário como no secundário, pode ser dividido em três fases: pré-negociação, negociação e pós-negociação.

Pré-negociação (Pré-trading)

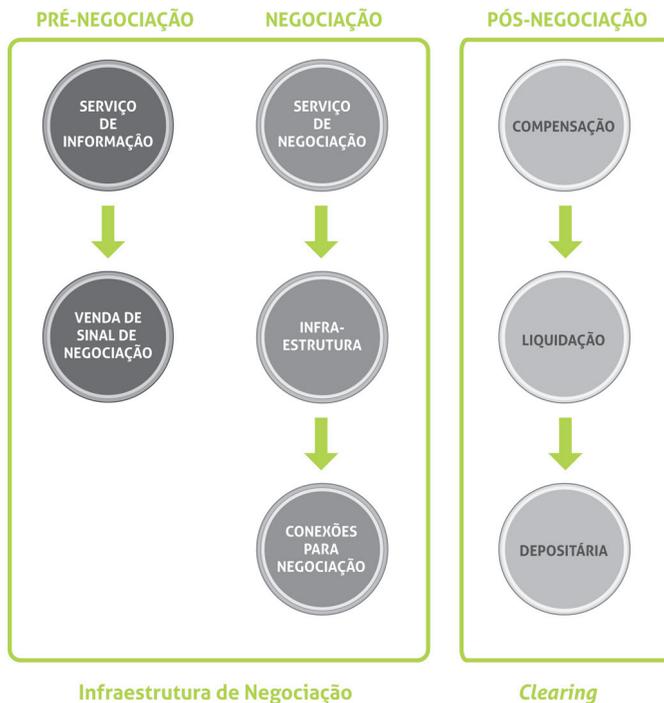
Compreende os serviços de informação ao mercado e as vendas de sinais e cotações.

Negociação (Trading)

Ocorre quando os investidores, representados pelas Corretoras ou Distribuidoras, enviam ordens de compra e venda para o pregão eletrônico - sistema de negociação. Para que a efetivação desse negócio seja concluída, é necessária uma terceira fase, conhecida como pós-negociação.

Pós-negociação (Pós-trading)

Ocorre com as seguintes etapas da compensação, liquidação e custódia (guarda dos ativos).



Essas etapas serão mais bem detalhadas nos tópicos seguintes.

8.3.2. Sistemas de negociação da BM&FBOVESPA

Introduzido recentemente pela BM&FBOVESPA, o novo sistema de negociação PUMA Trading System foi desenvolvido em parceria com o CME Group e substituiu o antigo sistema Mega Bolsa. Considerado tecnologicamente muito superior, o PUMA trouxe uma série de benefícios, entre eles: melhor desempenho em processamento e velocidade de execução de ofertas; simplificação do acesso, com a unificação do cadastro de operadores para todos os segmentos; e negociação de diferentes classes de instrumentos em uma mesma plataforma.

No modelo atual de negociação, representantes de corretoras, distribuidoras de valores e bancos de investimento que pleitearem seu cadastramento e forem aceitos, podem intermediar operações na BM&FBOVESPA. Pessoas físicas e jurídicas podem também acessar diretamente os pregões, desde que devidamente cadastrados junto a um intermediador, que será responsável pelas operações dos seus clientes. Desde 2009, inclusive, clientes podem atuar no modelo de DMA para colocar ordens automatizadas (*algorithmic trade*) e fechar negócios nos pregões.

Os usuários habilitados acessam o sistema de negociação da Bolsa para registro de ordens de compra e de venda, bem como para receber outras informações. As ordens de compra ou de venda dos clientes são exibidas seguindo critérios específicos (melhor preço e sequência cronológica de registro no sistema, nessa ordem), em tempo real, aos demais participantes conectados no sistema. Ofertas de compra e de venda são instantaneamente divulgadas ao mercado por meio do sistema de informações. Uma vez fechado o negócio a informação sobre quantidade negociada da ação, o preço praticado e horário do evento também é veiculada no sistema.

A Bolsa também está trabalhando no aprimoramento do seu sistema de registro e gerenciamento de operações de balcão, ao desenvolver um novo sistema, junto com a Calypso Technology, considerado um dos sistemas mais flexíveis e completos do mundo para registro, precificação, avaliação de risco e gerenciamento do ciclo de vida destes produtos. O objetivo deste desenvolvimento é modernizar, aperfeiçoar e expandir esse serviço de registro de operações de derivativos de balcão, oferecendo qualidade e agilidade aos clientes e informações completas aos órgãos reguladores.

8.3.3. Formas de acesso à BM&FBOVESPA

Acesso pelos Intermediários

O sistema de negociação é acessado diretamente por profissionais de operações das corretoras para envio de ofertas em nome de clientes e para carteira proprietária.

Fluxo da ordem

O cliente envia sua ordem ao intermediário e este insere a oferta no sistema de negociação, por meio de uma tela (terminal) de negociação, fornecida ou não pela BVMF.

Acesso via mesa

Destinado exclusivamente ao envio de ordens por profissionais de operações das mesas das corretoras, via tela de negociação, seja fornecida pela Bolsa ou não.

Repassador

Pode ser Intermediário autorizado pela CVM e/ou Banco Central (não corretoras participantes), vinculado à corretora do segmento Bovespa, ou Agente autônomo, vinculado à corretora do segmento Bovespa e não fisicamente lotado nas dependências destas.

Acesso direto patrocinado

O sistema de negociação é acessado diretamente pelo investidor/cliente final para o envio de suas ordens à Bolsa (acesso direto ao mercado – DMA)

Fluxo da ordem

O cliente envia sua ordem para o sistema de negociação por meio de tela de negociação fornecida pelo ISV (*Independent Software Vendor*) ou desenvolvida pela corretora.

O acesso direto do cliente final deve ser autorizado/patrocinado por sua corretora.

O Direct Market Access (DMA) é um modelo de negociação que permite que o cliente final tenha acesso direto ao ambiente eletrônico de negociação em Bolsa, representado e sob a responsabilidade do participante. Desta forma, o investidor pode enviar suas próprias ofertas ao sistema de negociação e recebe, em tempo real, as informações de mercado, incluindo o livro de ofertas.

A negociação via Conexão Direta proporciona aos clientes importantes benefícios, dentre os quais podemos destacar:

- ✓ Maior autonomia operacional: o cliente detém maior controle sobre o fluxo de envio, alteração, cancelamento e confirmação de suas ordens.
- ✓ Maior velocidade com relação ao modelo tradicional de acesso indireto: com consequente aumento da eficiência no fechamento de negócios e na captura de oportunidades de mercado.
- ✓ Redução de erros: de execução, operacionais e demais riscos associados à emissão de ordens para o participante de Negociação, uma vez que as ordens passam a ser inseridas nos sistemas da BM&FBOVESPA diretamente pelos clientes.
- ✓ Utilização de *Automated Trading Systems (ATS)*: o cliente obtém a possibilidade de desenvolver estratégias de negociação baseadas em programas de computador ou *algorithmics trading*, como também são conhecidos.

É importante mencionar que a maior autonomia do participante pode refletir em uma maior possibilidade de risco operacional ao enviar a ordem para o sistema. A nova plataforma, PUMA, fortaleceu alguns elementos para agregar maior segurança para o mercado.

DMA Tradicional (Modelo 1)

O DMA Tradicional consiste no roteamento de ofertas via infraestrutura tecnológica (física) da corretora, admitindo duas configurações: conexão direta do cliente à infraestrutura da corretora e conexão do cliente a uma empresa provedora de serviço de roteamento de ordens. Exemplo: *homebroker*.

Via provedor (Modelo 2)

O cliente conecta-se à empresa provedora de DMA, enquanto esta se conecta à BM&FBOVESPA. O vínculo lógico entre o cliente e a corretora é controlado pelos sistemas da BM&FBOVESPA e da empresa provedora de DMA, uma vez que as mensagens enviadas pelo cliente não trafegam pela infraestrutura tecnológica da corretora, mas sim pela infraestrutura da empresa provedora de DMA.

Conexão Direta (Modelo 3)

Conexão direta do cliente a um data center externo à BM&FBOVESPA. Na Conexão Direta, as ofertas são enviadas por meio de conexão direta do cliente à BM&FBOVESPA, sem a utilização da infraestrutura tecnológica da corretora ou de uma empresa provedora de DMA. Assim como nos demais modelos da DMA, é mantido o vínculo lógico do cliente com a corretora que lhe concede o acesso, estabelece limites operacionais e monitora suas operações.

Co-Location (Modelo 4)

Conexão direta do cliente com um data center na BM&FBOVESPA, sem a utilização da infraestrutura tecnológica da corretora ou de uma empresa provedora de DMA. O acesso via *Co-Location* está disponível nas modalidades Corretora e Investidor. Entenda as diferenças:

- ✓ *Co-Location* Corretora: Modalidade de contratação do acesso pela corretora, cabendo somente a ela acessar a unidade de hospedagem e os equipamentos de negociação instalados na Bolsa para manuseio, administração, gestão e controle. A corretora poderá instalar em seus servidores softwares para envio de ordens tanto para carteira própria como para carteiras de clientes. Caso sejam compartilhadas por diversos clientes, deverão ser distribuídas entre eles a critério da corretora.
- ✓ *Co-Location* Investidor: Modalidade de contratação do acesso pelo investidor e seu participante de negociação (corretoras, distribuidoras etc), cabendo

somente ao primeiro acessar a unidade de hospedagem e os equipamentos de negociação instalados na BM&FBOVESPA para manuseio, administração, gestão e controle. O cliente poderá instalar em seus servidores softwares para envio de ordens exclusivamente em nome de carteiras sob sua gestão.

8.3.4. Compensação e Liquidação

No mercado de valores mobiliários, o processo de compra e venda envolve, além da negociação, a etapa pós-negociação de entrega dos ativos e o correspondente pagamento. Essa etapa é realizada por intermédio dos sistemas de compensação e liquidação de títulos e valores mobiliários, das Câmaras de Compensação e Liquidação, que se constituem em importante mecanismo de segurança para os investidores.

As câmaras de compensação e liquidação de títulos e valores mobiliários integram o sistema de pagamentos brasileiros — SPB — e, portanto, sujeitam-se as suas normas e regras operacionais. O SPB foi planejado de forma a garantir a entrega dos ativos e o seu correspondente pagamento, a fim de reduzir os riscos das operações e, consequentemente, garantir a segurança do sistema como um todo.

Compensação: cálculo das obrigações ou direitos líquidos dos participantes do sistema, de forma que apenas os resultados líquidos de suas operações em relação aos outros participantes do mercado, tanto dos ativos quanto dos valores financeiros, é que constituem de fato um direito ou obrigação contra o sistema.

Liquidação: processo final de extinção dos direitos ou obrigações (calculados na fase de compensação), em que a transferência dos ativos e dos recursos financeiros efetivamente ocorre.

Para viabilizar o fluxo dessas operações, os sistemas de compensação e liquidação atuam interligados a sistemas de custódia de valores mobiliários, para a liquidação dos ativos, como também a contas de liquidação no Banco Central do Brasil, para a liquidação financeira da operação.

Caso um sistema de compensação e liquidação seja considerado pelo Banco Central do Brasil como sistemicamente importante, ele deverá assumir a posição de contraparte central das operações e contar com mecanismos e salvaguardas que lhes permitam assegurar a certeza da liquidação das operações nele compensadas e liquidadas.

O sistema de compensação e liquidação de ações, derivativos de ações e títulos cor-

porativos da BM&FBOVESPA, como exemplo, é considerado sistemicamente importante e, por isso, cumpre o seu papel de contraparte central das operações, como também possui salvaguardas para o correto funcionamento do sistema.

Como contraparte central, a instituição se interpõe entre operações e contratos, tornando-se a compradora para todos os vendedores e a vendedora para todos os compradores. Como mecanismo de proteção do sistema, desenvolveu uma hierarquia de distribuição de responsabilidades e alocação de garantias, que envolve uma estrutura composta pelos investidores, corretoras, agentes de compensação e a própria câmara.

Nesse mecanismo, somente os agentes de compensação são os participantes diretos do sistema de compensação. Assim, os investidores são responsáveis pelas suas obrigações perante as corretoras, que são as responsáveis perante os agentes de compensação com que operam (caso não desempenhem também essa função), que, por fim, são responsáveis perante a Câmara.

Em cada etapa, há também exigências de garantias das operações cursadas, além de fundos de proteção. Criou-se, assim, uma estrutura moderna e confiável para a compensação e liquidação dos títulos e valores mobiliários.

Esse processo pode se dar das seguintes formas:

- ✓ **Liquidação por saldo bruto:** A liquidação das operações ocorre para cada operação por agente.
- ✓ **Liquidação por saldo líquido:** A compensação e a liquidação das operações ocorrem por saldo líquido entre os agentes.
- ✓ **Compensação e Liquidação Multilateral:** A compensação e a liquidação das operações ocorrem por saldo líquido de cada agente com a *clearing*. Este é o principal método utilizado pela BM&FVOBESPA.

8.4. Central Depositária

A custódia de valores mobiliários compreende o serviço de guarda e de exercício dos direitos relacionados, tais como recebimento de dividendos e bonificações, resgate,

amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição. As centrais depositárias são as instituições financeiras autorizadas pela CVM a prestar esse serviço.

A instituição financeira depositária adquire a propriedade fiduciária dos valores mobiliários sob sua custódia, de forma a poder exercer determinados direitos em nome e por conta do real proprietário que os deixou depositados. Porém, elas não podem alienar os valores mobiliários depositários ou reaplicar as importâncias recebidas, salvo autorização expressa em cada caso. Da mesma forma, salvo mandato expresso com prazo não superior a um ano, as centrais de custódia não podem exercer o direito de voto que couber às ações sob sua custódia.

Nas negociações realizadas nos mercados do Segmento Bovespa da BM&FBOVESPA (à vista, derivativos, balcão organizado, renda fixa privada etc), os ativos são custodiados na Central Depositária de Ativos da própria instituição.

Nesse sistema, a Central Depositária mantém uma estrutura de contas individualizadas em nome de cada investidor final, mas não estabelece uma relação direta com ele. Cada investidor deve procurar um Agente de Custódia (uma instituição financeira, geralmente a própria corretora) que abrirá uma conta em seu nome na custódia da Central Depositária.

Os serviços da Central Depositária são descritos segundo esta classificação:

CENTRAL DEPOSITÁRIA	
DESMATERIALIZAÇÃO E REGISTRO ELETRÔNICO	Todos os registros de propriedade dos ativos, bem como as suas movimentações, são feitos de forma escritural e eletrônica em um processo conhecido como "book entry". Os ativos são registrados em contas individualizadas e mantidos sob a responsabilidade de uma instituição financeira escolhida pelo investidor.
CODIFICAÇÃO ISIN	Todos os ativos mantidos na Central Depositária de Ativos possuem codificação ISIN (padronização internacional para a codificação de títulos financeiros, que atribui a cada ativo um código único de identificação), o que permite sua perfeita identificação em qualquer parte do mundo.
PROPRIEDADE FIDUCIÁRIA DE ATIVOS	A Central Depositária possui a propriedade fiduciária dos ativos perante os emissores com ativos listados na BM&FBOVESPA. Esse tipo de registro nos livros dos emissores assegura que a Central Depositária não tem nenhum direito de propriedade sobre os ativos mantidos sob sua guarda.

CONCILIAÇÃO DIÁRIA COM OS EMISSORES E COM OS AGENTES DE CUSTÓDIA	Para assegurar a integridade dos ativos sob sua guarda, a Central Depositária de Ativos realiza uma série de processos de conciliação diária.
ESTRUTURA DE CONTAS INDIVIDUALIZADAS EM NOME DOS INVESTIDORES FINAIS	Este procedimento viabiliza a prestação de vários serviços, mas não implica em um relacionamento direto entre a instituição e o investidor final. O representante do investidor perante a Central Depositária é sempre o agente de custódia.

A conta de custódia do investidor pode ser movimentada por vários motivos. As principais movimentações são os créditos de ativos comprados, os débitos de ativos vendidos e as provisões e créditos relativos aos direitos desses ativos (dividendos, juros sobre capital próprio, resgates, bonificações, desdobramentos, subscrições etc.). Adicionalmente, a conta pode ser movimentada por depósito, transferência e retirada de ativos. A responsabilidade pela movimentação da conta de custódia do investidor é do Agente de Custódia do qual o investidor é cliente. Entretanto, a Central Depositária informa diretamente aos investidores finais o estoque de ativos deles mantidos sob sua responsabilidade.

A partir do cadastro, os investidores já podem acessar pela internet a sua conta na Central Depositária, através do Canal Eletrônico do Investidor — CEI, onde podem consultar, entre outros, o saldo diário e o extrato mensal de custódia dos ativos. Além disso, o investidor recebe um extrato mensal quando há algum tipo de movimentação em sua conta de custódia e um extrato anual no mês de fevereiro.

8.5. Segmentos de listagem

O alinhamento das companhias brasileiras aos princípios e boas práticas da governança corporativa conduziu a BM&FBOVESPA a desenvolver segmentos de listagem destinados à negociação de empresas que se comprometessem, voluntariamente, a adotar as boas práticas de governança corporativa e *disclosure* — adicionais em relação ao exigido pela legislação brasileira.

Essas regras, consolidadas sem um Regulamento de Listagem da Bolsa, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas

pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio da Câmara de Arbitragem do Mercado, em alguns casos obrigatória, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada em caso de litígio.

Este novo ambiente de gestão profissional faz com que o investidor veja os segmentos de listagem diferenciados como um criador de valor na empresa, influenciando positivamente os resultados que espera obter com seu investimento.

8.5.1. Novo Mercado

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a proibição de emissão de ações preferenciais.

Resumidamente, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- ✓ realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- ✓ manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- ✓ extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- ✓ estabelecimento de um mandato unificado de até dois anos para todo o Conselho de Administração;
- ✓ introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- ✓ obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- ✓ cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão

ser aprovados em Assembleias Gerais e incluídos no estatuto social da companhia. Um contrato assinado entre a Bolsa e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

8.5.2. Níveis 1 e 2

Na adoção das normas dos segmentos de listagem, além do Novo Mercado a Bolsa criou ainda dois outros níveis diferenciados de governança corporativa, que apresentam nível crescente de obrigações: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.



O comparativo completo dos segmentos de listagem será visto nas próximas páginas, mas destacamos a seguir alguns dos principais pontos dos Níveis 1 e 2:

Nível 1:

- ✓ Empresas adotam práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, devem divulgar informações adicionais àquelas exigidas por lei, como relatórios financeiros mais completos, informações sobre negociação feita por diretores, executivos e acionistas controladores e sobre operações com partes relacionadas;
- ✓ Companhias listadas nesse segmento devem também manter um free float mínimo de 25% (ou seja, pelo menos 25% das ações não devem estar nas mãos do grupo de controle da companhia, mas sim disponíveis para negociação no mercado);
- ✓ No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações preferenciais o direito de tag along, no mínimo, de 80% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador (para efeito de comparação, a legislação não exige tag along para ações preferenciais).

Nível 2:

Neste segmento, as exigências são maiores do que no Nível 1. Além daquelas citadas anteriormente, devem ser observadas:

- ✓ No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de todas as ações, preferenciais ou ordinárias, o direito de tag along de 100% do preço pago ao acionista controlador (para efeito de comparação, a legislação não exige tag along para ações preferenciais e para as ações ordinárias o valor mínimo é de 80%).
- ✓ As ações preferenciais ainda darão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas.

8.5.3. Bovespa Mais

O Bovespa Mais é o segmento de listagem do mercado de balcão organizado administrado pela BM&FBOVESPA idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.

As empresas candidatas ao Bovespa Mais são aquelas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa, ou seja, que acreditam na ampliação gradual da base acionária como o caminho mais adequado à sua realidade, destacando-se as de pequeno e médio porte que buscam crescer utilizando o mercado acionário como uma importante fonte de recursos.

No Bovespa Mais, os investidores encontrarão companhias com firme propósito e compromisso de se desenvolver no mercado, o que é refletido na adoção de elevados padrões de governança corporativa, na busca da liquidez das suas ações e na postura proativa para conquista de investidores. O ambiente de negociações de lançamento serve para empresas com porte de oferta pública de até R\$ 150 milhões. O desafio é tornar essa alternativa uma porta de entrada no mercado de capitais para pequenas e médias empresas, oferecendo-lhes incentivos para que passem a negociar suas ações na Bolsa. O Bovespa Mais tem custos reduzidos para a oferta de ações e a produção periódica de análises independentes é custeada pela própria Bolsa.

8.5.4. Comparativo dos Segmentos de Listagem

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
CARACTERÍSTICAS DAS AÇÕES EMITIDAS	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
PERCENTUAL MÍNIMO DE AÇÕES EM CIRCULAÇÃO (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
DISTRIBUIÇÕES PÚBLICAS DE AÇÕES	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
VEDAÇÃO A DISPOSIÇÕES ESTATUTÁRIAS *	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
VEDAÇÃO À ACUMULAÇÃO DE CARGOS *	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
OBRIGAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO *	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
REUNIÃO PÚBLICA ANUAL E CALENDÁRIO DE EVENTOS CORPORATIVOS	Obrigatório			Facultativo	
DIVULGAÇÃO ADICIONAL DE INFORMAÇÕES *	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	

CONCESSÃO DE TAG ALONG	100% para ações ON	100% para ações ON e PN **	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NO MÍNIMO PELO VALOR ECONÔMICO	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
ADESÃO À CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

* a partir de 10/05/2011

** para ações PN, passou de 80% para 100% a partir de 09/05/2011

8.6. Os Índices

Os índices são indicadores de desempenho de um conjunto de ações, ou seja, mostram a valorização de um determinado grupo de papéis ao longo do tempo. Como eles contemplam um grupo de ações, o desempenho do índice é, na realidade, uma média do desempenho das ações que o compõem, ponderadas conforme os fatores definidos no seu regulamento.

Os índices cumprem três funções principais:

- ✓ São indicadores de variação de preços do mercado;
- ✓ Servem de parâmetros para avaliação de performance de *portfolios*;
- ✓ São instrumentos de negociação no mercado futuro.

Em cada mercado de ações existem inúmeros índices, cada um com objetivos diferentes. Alguns procuram fazer uma média geral do mercado, outros de determinado setor da economia, ou ainda medir, por exemplo, o desempenho das menores empresas que estão na bolsa.

As características dos índices são definidas em seu regulamento, que define, entre outros, como as ações são selecionadas para entrar no índice, qual o tipo de média utilizada para o cálculo, qual a ponderação de cada ação para o cálculo e qual a periodicidade de atualização da carteira do índice.

A lista a seguir apresenta alguns dos principais índices do mercado de ações brasileiro. A lista completa, a descrição detalhada e a metodologia de cálculo de cada um deles podem ser obtidas no site da BM&FBOVESPA. O Ibovespa, por ser o principal deles, será analisado detalhadamente.

ÍNDICES BM&FBOVESPA	
ÍNDICES AMPLOS	<ul style="list-style-type: none"> • Índice Bovespa - Ibovespa • Índice Brasil 50 - IBrX 50 • Índice Brasil 100 - IBrX 100
ÍNDICES SETORIAIS	<ul style="list-style-type: none"> • Energia Elétrica - IEE • Imobiliário - IMOB • Financeiro - IFNC • Utilidade Pública - UTIL
ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE	<ul style="list-style-type: none"> • Sustentabilidade Empresarial - ISE • Carbono Eficiente - ICO2
ÍNDICES DE SEGMENTO	<ul style="list-style-type: none"> • MidLarge Cap - MLCX • Small Cap - SMLL • Valor BM&FBOVESPA 2ª Linha - IVBX 2 • Dividendos - IDIV
ÍNDICES DE GOVERNANÇA	<ul style="list-style-type: none"> • Governança Corporativa Diferenciada - IGCX • Tag Along Diferenciado - ITAG
OUTROS ÍNDICES	<ul style="list-style-type: none"> • BDRs Não Patrocinados - BDRX • Fundos de Investimento Imobiliários - IFIX

8.6.1. O Ibovespa

O índice Bovespa, ou Ibovespa, é considerado o principal índice do mercado de ações brasileiro. Mantido pela BM&FBOVESPA, tem como objetivo ser um indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.

Ele é um índice de retorno total. Portanto, procura refletir não apenas as variações no tempo nos preços dos ativos integrantes do índice, mas também o impacto que a distribuição de proventos por parte das companhias emissoras desses ativos teria no retorno do índice.

A seleção das ações para a carteira teórica do índice

Sua composição inclui as ações de companhias listadas na BM&FBOVESPA que atendam, cumulativamente, aos seguintes critérios:

- ✓ Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das três carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade⁴ (IN), representem em conjunto 85% do somatório total desses indicadores;
- ✓ Ter presença em pregão de 95% no período de vigência das três carteiras anteriores;
- ✓ Ter participação em termos de volume financeiro maior ou igual a 0,1% no período de vigência das três carteiras anteriores; e
- ✓ Não ser classificada como *Penny Stock*⁵.

Um ativo que seja objeto de oferta pública realizada durante o período de vigência das três carteiras anteriores ao rebalanceamento será elegível, mesmo sem estar listado todo o período, desde que:

- ✓ A oferta pública de distribuição de ações tenha sido realizada antes do rebalanceamento imediatamente anterior;
- ✓ Possua 95% de presença desde seu início de negociação;
- ✓ Atenda cumulativamente aos critérios 1, 3 e 4.

⁴ Índice de Negociabilidade é uma média geométrica entre a participação de uma ação no número de negócios (peso de 1/3) e em volume financeiro negociado (peso de 2/3), sempre em relação ao total do mercado.

⁵ São ações cuja cotação seja inferior a R\$ 1,00. Para detalhes sobre o enquadramento como *penny stock* para as metodologias dos índices, consulte o Manual de Definições e Procedimentos dos índices da BM&FBOVESPA.

A ponderação

A ponderação de cada ação é feita pelo valor de mercado de seus ativos em circulação, o chamado *free float*, na espécie pertencente à carteira, com limite de participação baseado na liquidez.

Free float é o percentual das ações que estão “disponíveis para negociação no mercado”, também chamadas de “ações em circulação”. Neste caso, entende-se como “disponíveis” as ações que não pertencem ao controlador, às pessoas a ele vinculadas, nem aos administradores e que não estão em tesouraria.

Se um ativo deixar de atender a dois dos critérios de inclusão citados, forem classificados como *Penny Stocks*, entrarem em situação especial ou ainda se enquadrarem em outros critérios estabelecidos pela BM&FBOVESPA, será excluído do índice.

A cada quatro meses é feita uma reavaliação do índice, alterando-se a composição e o peso da carteira, para que a sua representatividade se mantenha ao longo do tempo.

Companhias em situação especial

Ações de companhias que estejam em situação especial (recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou qualquer outra hipótese definida pela Bolsa) não são elegíveis para compor a carteira do Ibovespa.

Caso a companhia entre em situação especial quando já estiver na carteira teórica do índice, a ação será retirada do índice ao final do primeiro dia de negociação nesta condição.



9 MERCADO DE BALCÃO
ORGANIZADO

9. Mercado de Balcão Organizado

Em nossa legislação há três tipos previstos de mercados regulamentados de valores mobiliários: mercado de bolsa, mercado de balcão organizado e mercado de balcão não organizado.



Tradicionalmente, o mercado de balcão, também conhecido pela expressão em inglês *over-the-counter market* (ou *OTC market*), é compreendido como aquele em que as entidades ou instituições autorizadas a nele operar estabelecem relações negociais diretamente entre si, executando as operações de interesse, ou mesmo fazendo meramente o seu registro após a transação ter sido fechada entre as partes.

Também nessa visão tradicional, tal ambiente é normalmente percebido como uma organização menos formal (ainda que isso não signifique informalidade) de redes de negociação em torno de alguns participantes e sem um local específico (como os antigos pregões de viva voz dos mercados de bolsa) para a realização das negociações, muitas vezes fechadas por telefone ou mensagem eletrônica entre as partes, sendo apenas registradas, posteriormente, junto à entidade administradora.

Principalmente em outros mercados, no exterior, as características e a regulação desses mercados trouxe, em especial após a crise de 2008, a percepção de um grau menor de transparência, mas é certo que, no contexto do mercado de capitais brasileiro, sempre existiu a preocupação com o tema na regulação. Já em 1988, a CVM estabelecia regras que, ao tratarem dos requisitos para autorização de funcionamento da entidade administradora (no início uma associação dos intermediários do próprio mercado com poderes de fiscalização e autorregulação), visavam a assegurar a plena transparência das operações.

A Instrução CVM 461/07, atualmente em vigor, procura esclarecer as definições dos mercados regulamentados de valores mobiliários, assim compreendidos os mercados de bolsa, de balcão organizado e de balcão não organizado. Entretanto, não há conceito explícito de cada um deles.

No que diz respeito aos mercados de bolsa e de balcão organizado, ou mercados organizados, como cita a norma, a instrução não criou conceitos, mas estabeleceu certas características que definiriam um mercado como de bolsa ou de balcão organizado. Nesse sentido, determinou, por exemplo, características que poderiam criar situações de risco para os investidores e que somente são admissíveis ao mercado de balcão não organizado.

De acordo com a instrução, consideram-se mercados de bolsa aqueles que funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários ou que permitem a execução de negócios tendo como contraparte um formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, respeitadas as condições estabelecidas na norma. Entendem-se como sistemas centralizados e multilaterais de negociação aqueles em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas à aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema.

Nos ambientes de bolsa, todas as informações sobre os negócios, como os preços, as quantidades e horários, entre outras, devem ser publicadas continuamente, com no máximo 15 minutos de atraso. As entidades administradoras de mercados de bolsa devem manter sistemas de controle de riscos e, especialmente, manter mecanismo de ressarcimento de prejuízos para assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes de erros ou omissões das instituições intermediadoras ou seus administradores e empregados.

Por ser muito tênue a separação em bolsa e balcão, a CVM optou por não enunciar conceitos distintos para mercados de bolsa e de balcão, propondo alguns critérios para que seja possível classificar em um tipo ou em outro:

- ✓ existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente;

- ✓ possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário;
- ✓ possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas;
- ✓ regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços;
- ✓ volume operado em seus ambientes e sistemas;
- ✓ público investidor visado pelo mercado.

Para chegar à forma que tem hoje, a regulamentação dos mercados passou por diversas alterações ao longo do tempo. A informação sobre esses movimentos regulatórios, como veremos a seguir, pelo menos desde a instituição da CVM em 1976, serve como um guia sobre as diferentes concepções e o caminho que se percorreu para chegar à atual estrutura.

Desde 1985, reconhecendo que os títulos e valores mobiliários poderiam ser negociados de forma privada, diretamente entre investidores (ou seja, sem a presença de instituições financeiras intermediárias), a CVM determinou que a simples presença de um intermediário (sociedade ou profissional) na operação já a tornaria pública, no que se entendeu como o mercado de balcão não organizado. Foi apenas em 1997 que uma alteração na Lei nº 6.385/76 trouxe a distinção entre os dois mercados balcão, organizados ou não, ainda que com conceito residual para este último: são aqueles em que as negociações são realizadas com participação de instituições integrantes do sistema de distribuição, que não seja realizada em mercados de bolsa ou balcão organizado.

Em 1996, a CVM editou nova norma substituindo a Instrução CVM nº 93/88 que até então regulava os mercados de balcão organizado, fixando regras para as entidades que tivessem interesse de estabelecer tais sistemas organizados para negociação de títulos e valores mobiliários de renda variável em mercado de balcão. Tais entidades passaram a se constituir como órgãos autorreguladores, auxiliando a Comissão de Valores Mobiliários a fiscalizar os seus respectivos participantes e as operações nelas realizadas. Naquele mesmo ano, foi criada a então chamada Sociedade Operadora do Mercado de Acesso (SOMA), que tinha por modelo mercados de balcão norte-americanos. Uma das principais características desse sistema informatizado que conectava diversas instituições financeiras era a existência de formadores de mercado

(instituições que deviam colocar permanentemente ofertas de compra e venda), figura tratada pela Instrução CVM nº 244/96, com a finalidade de estimular a liquidez dos ativos negociados.

Como já mencionado brevemente, em 1997, a Lei nº 6.385/76 foi alterada para passar a prever expressamente o mercado de balcão não organizado, bem como atribuindo poder à CVM para expedir normas gerais sobre esse tema.

Em 2007, com a edição da Instrução 461, a CVM atualizou o marco normativo dos mercados de valores mobiliários, modernização necessária para eliminar diversas lacunas normativas então existentes e reduzir a rigidez da regulamentação, lidando, ao mesmo tempo, com dois desafios do contexto mais amplo de mercado no Brasil e no mundo: o movimento de desmutualização, como já visto no capítulo sobre Bolsa de Valores, e o aumento da concorrência entre os mercados de bolsa e outros ambientes de negociação.

O Registro de Valores Mobiliários

Antes de tratar especificamente dos mercados de balcão existentes no Brasil, não se pode deixar de mencionar uma atualização importante nas regras relacionadas à infraestrutura do mercado de capitais. Em 2013, a Lei nº 12.810, ao dispor sobre algumas atividades, tratou das atividades de depósito centralizado e de registro de operações e valores mobiliários. Portanto, o registro do valor mobiliário é uma atividade diferente da sua custódia em uma instituição financeira ou do depósito centralizado em uma central depositária.

O registro de operações e valores mobiliários já era previsto na regulamentação do sistema financeiro, que normalmente obriga o registro de diversos ativos financeiros ou de operações em uma instituição autorizada pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários. Não se trata propriamente de uma inovação, mas a norma dá ainda mais relevância a essa importante atividade, definindo o registro de ativos financeiros e de valores mobiliários como compreendendo a escrituração, o armazenamento e a publicidade de informações referentes a transações financeiras (ressalvando, evidentemente, as hipóteses de sigilo legal).

O registro ou a comunicação junto a uma entidade registradora da titularidade ou da emissão de ativo financeiro, ou mesmo da realização de operação é, muitas vezes, considerado como condição para a própria validade do negócio/ato, mas sua importância vai além dessa questão individual. Ele tem um claro caráter informacional de

interesse público, ao centralizar informações que são importantes para os agentes de mercado, para os reguladores e para todo o mercado. Essa utilidade foi ainda mais percebida após a crise financeira de 2008, especialmente quando envolvidos produtos financeiros mais complexos, onde é ainda mais necessária uma clara compreensão das autoridades governamentais quanto a riscos potencialmente relevantes, inclusive para a própria estabilidade do sistema financeiro.

Reconhecendo o papel desempenhado pelas entidades administradoras de mercado de balcão organizado, que exercem não apenas funções exclusivamente de natureza informacional, mas também de redução de certos riscos operacionais, ao verificar a existência dos ativos registrados ou da documentação de suporte desse registro, a CVM colocou em audiência pública, em 2013, proposta de alteração normativa estipulando que a autorização para atuar como entidade administradora de mercado de balcão organizado seja equivalente à autorização para desenvolver o registro de valores mobiliários, como definido pela Lei nº 12.810/13. Independente da solução que será implantada pela CVM, a crescente demanda dos agentes econômicos por instrumentos financeiros adequados às suas necessidades, inclusive de proteção contra certos riscos, com recurso a soluções de mercado (ex. derivativos), e a evolução tecnológica apontam, potencialmente, para uma maior importância comparativa desses mercados e para a possibilidade de novos sistemas de negociação que desafiem e reescrevam as distinções tradicionais.

9.1. Administradores de Mercados de Balcão Organizado

Atualmente, existem diversos mercados de balcão organizado no País, surgindo por iniciativa das entidades administradoras autorizadas pela CVM. No âmbito do mercado de capitais, a origem mais comumente mencionada é a instituição da Sociedade Operadora do Mercado de Acesso (SOMA) em 1996, ano em que, como mencionado, a Comissão de Valores Mobiliários reformulou as normas aplicáveis à matéria. Várias mudanças ocorreram a partir de então.

A BM&FBOVESPA, apesar de ter como sua principal e mais conhecida atividade a administração do mercado de bolsa, também oferece um mercado de balcão organizado para ações, com o segmento “tradicional” e o “Bovespa Mais”, segmento específico para negociação de ações de companhias abertas com regras diferenciadas.

Em relação a títulos de renda fixa, pode-se mencionar o BOVESPA FIX e o SOMA FIX, também administrados pela BM&FBOVESPA. Para outras informações sobre a BM&FBOVESPA e os segmentos especiais de listagem, verifique o capítulo “Bolsa de Valores”.

A CETIP, por outro lado, tem na administração de um mercado de balcão organizado sua principal atividade. Nas próximas páginas estudaremos com mais detalhes a CETIP e os mercados por ela administrados.

9.2. A Cetip

A Cetip S.A. – Mercados Organizados é uma empresa de serviços financeiros na qual a função de entidade administradora de mercado de balcão organizado, o chamado mercado OTC (do inglês *Over-the-counter*), é a principal atividade. Está dividida em duas unidades de negócios: Títulos e Valores Mobiliários e Financiamentos.

Utilizam os serviços da Cetip: fundos de investimento; bancos comerciais, múltiplos e de investimento; corretoras e distribuidoras; financeiras; consórcios; empresas de leasing e crédito imobiliário; cooperativas de crédito e investidores estrangeiros; além de empresas não financeiras, tais como fundações e seguradoras.

No segmento de financiamentos, a empresa oferece serviço de entrega eletrônica das informações necessárias para o registro de contratos e anotação dos gravames pelos órgãos de trânsito. Opera o Sistema Nacional de Gravames (SNG), que centraliza as informações de restrições financeiras incidentes sobre veículos, fornecendo dados para bancos usuários do sistema.

Histórico

A Cetip foi criada com a missão de garantir segurança e transparência a operações financeiras, provendo um sistema para custódia e liquidação das operações com títulos privados e também para títulos públicos não registrados no SELIC (sistema criado na década de 70 para simplificar a negociação e custódia de títulos públicos no mercado). Foi instituída pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em 1984 e iniciou as atividades dois anos depois, atendendo a necessidades de maior segurança

das instituições de mercado, em uma década marcada por grandes transformações no campo econômico.

Fundada por conta da necessidade do registro de títulos privados – os Certificados de Depósitos Bancários (CDB) – a Cetip atualmente registra mais de 50 tipos de instrumentos de renda fixa, destacando-se, no universo da captação bancária, ativos como Letras Financeiras (LF), Letras de Crédito Imobiliário (LCI), Letras do Agronegócio (LCA) e as Compromissadas (também chamadas de “Operações Compromissadas”).

Operação Compromissada: é uma operação em que o vendedor assume o compromisso de recomprar o título em data predefinida e por uma remuneração preestabelecida, e o comprador assume o compromisso de revendê-lo nas referidas condições. É utilizada pelo vendedor como uma forma de obter crédito com taxas menores, funcionando o título como uma espécie de garantia da operação.

Em 1994, o registro das operações no mercado de derivativos de balcão passou a ser mandatório, assim como a identificação pelo intermediário do beneficiário final junto às entidades que realizam o registro das operações, um marco importante na história do sistema financeiro brasileiro. Essas e outras medidas contribuiriam para o reconhecimento internacional quanto ao grau de transparência no mercado brasileiro, especialmente após a crise financeira de 2008/2009, cujos efeitos no Brasil foram certamente mitigados pela existência dessa e de outras regras e controles locais. Como já mencionado anteriormente, a partir daquele período, houve grande debate internacional sobre a necessidade de mais transparência quanto a determinados instrumentos financeiros, juntamente com adoção de mecanismos de mitigação de riscos voltados às operações de derivativos de balcão (OTC).

Em 2002, a Cetip vivenciou outro marco na história do Sistema Financeiro Nacional: a reestruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), fato reconhecido como divisor de águas para bancos, instituições financeiras e pessoas físicas, ao incorporar modernizações que tornaram o nosso sistema ainda mais comparável aos melhores do mundo. As operações registradas no SPB passaram a ser liquidadas no mesmo dia, de modo que, a liquidação que se processava em D+1, passou a ser realizada em D0, com a introdução do conceito de DVP (*Delivery Versus Payment* - entrega contra pagamento), por meio do qual os participantes do mercado poderiam se proteger de eventuais falhas na entrega de títulos ou no pagamento. Dessa forma, as operações passaram a ser finalizadas somente se os títulos estivessem efetivamente disponíveis

na posição do vendedor e se o comprador possuísse os recursos integrais para o pagamento, tudo no mesmo dia, praticamente em tempo real.

No âmbito tecnológico, o novo SPB proporcionou a interligação dos sistemas dos participantes do mercado, que também participaram da formulação do novo SPB. Pessoas físicas, empresas, governos e instituições financeiras passaram a poder realizar transferências de dinheiro para pagamentos, cobertura de saldos, aplicações e outras finalidades com muito mais segurança e rapidez.

Em 2008, a Cetip, seguindo a tendência internacional de desmutualização, foi transformada em uma sociedade por ações e, no ano seguinte, passou a ter capital aberto, com ações negociadas no segmento “Novo Mercado” da BM&FBOVESPA. Em dezembro de 2010, a Cetip adquiriu a empresa, brasileira, que era responsável pelo processamento e custódia das informações de transações de financiamento de veículos em todo o país, que passou a representar a Unidade de Financiamentos da companhia. Com esta operação, a Cetip dobrou de tamanho e fortaleceu sua estrutura. A entidade também estreitou sua atuação junto aos clientes, parceiros e órgãos reguladores, consolidando sua abrangência e capilaridade no mercado financeiro.

Nesses 27 anos de história da Cetip, os mercados de renda fixa e de derivativos de balcão cresceram, acompanhando o processo de desenvolvimento da economia brasileira. Ainda existem desafios a ser superados no setor, mas o montante superior a R\$ 4 trilhões depositado na companhia em 2011 é um indicador do amadurecimento pelo qual vem passando este mercado.

9.3. Procedimentos

A Unidade de Títulos e Valores Mobiliários da Cetip oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos. Analisa também as potenciais emissões, realiza o registro desses títulos e faz a guarda eletrônica dos ativos.

A negociação de papéis de renda fixa pode se dar por telefone ou plataforma eletrônica. As operações são liquidadas, transferindo a titularidade dos instrumentos negociados do vendedor para o comprador, bem como creditando e debitando o valor correspondente em suas respectivas contas.

9.3.1. Registro

Em sua atividade como registradora, realizada desde o início de sua atuação, destacam-se ativos como CDBs, DIs, cotas de fundos, debêntures e derivativos. São oferecidos ao mercado financeiro módulos de suporte à distribuição de valores mobiliários que possibilitam o registro eletrônico da colocação, o depósito e a liquidação financeira em benefício da segurança e da transparência. As instituições podem realizar a operação em um mesmo ambiente, contemplando desde a distribuição primária até a negociação em mercado secundário.

9.3.2. Depositária

O depósito de todos os ativos registrados na Cetip é feito de forma escritural, por meio de registro eletrônico em conta aberta em nome do titular. Cada ativo está sujeito a uma norma específica e possui diferentes maneiras de pagamento de juros, amortizações e resgates, o que exige procedimentos diferenciados para cada instrumento, assegurando tratamento adequado a cada um.

As movimentações são integradas aos sistemas de liquidação financeira, registro e negociação, sendo processadas de acordo com o conceito DVP (*Delivery Versus Payment* – entrega contra pagamento). As instituições que utilizam esse serviço podem consultar saldos em tempo real, bloquear a quantidade negociada na posição do vendedor até a efetivação da liquidação financeira pelo comprador (DVP) e contar com o controle e a liquidação dos eventos (juros, amortizações, prêmios).

9.3.3. Negociação

A plataforma de negócios da Cetip começou a operar em fevereiro de 2013 e foi desenvolvida em parceria com a ICE (Intercontinental Exchange), uma das maiores bolsas de futuros e de derivativos de balcão do mundo, também acionista da Cetip.

Essa plataforma reúne em uma única ferramenta os serviços de negociação eletrônica, pré-registro e consulta a negócios e preços, uma solução alinhada às melhores práticas internacionais, em benefício da transparência, automação operacional, melhor disponibilidade de dados e formação de preços.

As transações do mercado secundário de renda fixa brasileiro ocorrem, essencialmente, por telefone. Respeitando as características desse ambiente, a plataforma per-

mite a integração de todas as negociações — sejam elas eletrônicas ou por voz. Cabe mencionar, quanto ao mercado de voz, que o sistema oferece ferramenta que viabiliza confirmações de negócio em linha com práticas internacionais, propiciando informações em tempo real e com potencial de estimular a liquidez.

Em termos operacionais, o tempo máximo para o registro na plataforma, a partir do momento de realização do negócio, é de 30 minutos para envio da boleta e mais 30 minutos para a confirmação da contraparte. Nesse ambiente seguro, o mecanismo realiza a confirmação da operação fechada por telefone. O operador que efetuou a venda preenche a boleta e o que comprou apenas confirma, exceto nos casos de operações com corretoras, nas quais é sempre o intermediador que envia a boleta (esteja na ponta de compra ou venda) para a confirmação de seu cliente. Uma vez confirmada a operação pelo comprador, o negócio fechado por telefone está validado e os preços são disponibilizados ao mercado.

Essa solução traz ainda link de integração ao sistema da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), permitindo que os participantes que precisam reportar suas operações a essa entidade possam fazê-lo diretamente a partir do sistema da Cetip. Para isso, basta ter uma autorização do participante do mercado.

Dividida em módulos e serviços, a plataforma de negociação oferece alternativa eletrônica para as instituições financeiras realizarem operações, como a negociação de ativos de captação bancária como Certificado de Depósito Bancário (CDB), Depósito a Prazo com Garantia Especial (DPGE) e Letra Financeira (LF), bem como Compromissadas.

Entre os diversos módulos e serviços destacam-se negociação, cotação, leilão e Secretaria do Tesouro Nacional (STN), este específico para títulos públicos. Por intermédio do módulo de leilão é possível realizar colocações primárias e secundárias de quaisquer ativos, custodiados ou não na Cetip. Os leilões podem ser de taxa ou Preço Unitário (PU), com a quantidade de ativos definida em lotes ou por unidade. Por meio dessa ferramenta é possível ter a divulgação imediata e o acompanhamento on-line de todas as fases do leilão, com o lançamento de ofertas através das mesas de operação das instituições financeiras. Todos têm acesso a relatórios dos negócios fechados no sistema.

9.3.4. Liquidação

Débitos e créditos são lançados nas contas dos bancos liquidantes no Sistema de Transferência de Reserva (STR) do Banco Central. Com o DVP, as operações são finalizadas somente se os requisitos a seguir forem atendidos: os títulos devem estar efetivamente disponíveis na posição do vendedor; e o comprador deve possuir os recursos integrais para seu pagamento. Também são realizados o processamento de TEDs e a liquidação de DOCs e de boletos bancários, garantindo segurança em transações interbancárias.

9.3.5. Gestão de Risco

A gestão de risco é uma das tarefas mais importantes em uma entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários. Nesse sentido, diversas soluções são oferecidas, entre elas o Agente de Cálculo, que visa calcular diariamente o valor marcado a mercado (*Mark to the Market*) do portfólio de cada beneficiário final junto a uma instituição financeira, o que pode ser realizado devido à centralização e à padronização dos registros e à identificação do beneficiário final junto à Cetip. Também pode ser mencionada a administração de colateral para cobertura das exposições dos derivativos de balcão registrados, implementado em julho de 2011 e atualmente utilizado por outras instituições no exterior.

Outra solução que propicia mitigação de riscos é a funcionalidade Cetip | DRRC, que possibilita definir um limite de risco diferente para cada parte, oferecendo facilidade e custo operacional mais baixo quando comparados a outras formas de mitigação. Sua principal vantagem é a mitigação do risco de crédito. É flexível, pois as partes da operação estabelecem a periodicidade de apuração e um limite de risco. O limite pode ser unilateral, em favor apenas de uma das partes da operação, ou bilateral, em favor das duas.

9.4. Instrumentos registrados na Cetip

Como mercado de balcão organizado, a entidade registra ativos financeiros sujeitos a normas do Banco Central do Brasil e a regras da Comissão de Valores Mobiliários, conforme a competência legal de cada órgão regulador. Considerando a interligação dos diferentes segmentos e a importância de compreender as diferentes atividades e

funções desempenhadas, todos serão brevemente referidos adiante.

9.4.1. Captação Bancária

Certificado de Depósito Bancário (CDB)

Registrado pela Cetip desde 1986, o CDB é um dos ativos mais conhecidos no Brasil e um dos instrumentos mais registrados na integradora do mercado financeiro. Esse título de renda fixa é transferível e negociável e destina-se às aplicações de pessoas físicas e jurídicas. Possui prazo predeterminado, rentabilidade definida no ato da negociação, podendo ser pré ou pós-fixado e pode ser emitido por bancos comerciais, múltiplos, de desenvolvimento e de investimento. Existe também a modalidade de CDB escalonado, que permite definir taxas por um determinado período para o papel, sendo o resultado final a composição dessas taxas predefinidas.

Depósito Interfinanceiro (DI)

É um dos ativos com maior estoque registrado na Cetip e tem, na instituição, uma importância também histórica, pois sua fundação, na década de 1980, tinha o objetivo de prover mais segurança ao mercado, por intermédio do registro eletrônico de títulos. Sendo um dos principais instrumentos de renda fixa do País desde aquela época, é emitido por instituições financeiras e lastreia operações do mercado interbancário, possibilitando transferência de recursos por um dia ou por prazos mais longos entre as instituições, garantindo liquidez ao mercado. Ela também registra diversas modalidades do ativo, como Depósito Interfinanceiro vinculado a Microfinanças – DIM, Depósito Interfinanceiro Rural – DIR, e Depósito Interfinanceiro Imobiliário – DII.

Diariamente, a Cetip apura a Taxa DI, índice de extrema relevância para o setor, utilizado como indexador de inúmeras operações do mercado financeiro.

Depósito a Prazo com Garantia Especial (DPGE)

O DPGE é um título de renda fixa representativo de depósito a prazo, utilizado por instituições financeiras de pequeno e médio portes para captar recursos de pessoas físicas e jurídicas. Assim, confere ao seu detentor um direito de crédito contra o emissor, com uma garantia especial do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) de até vinte milhões de reais. Criado em abril de 2009 por resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN), teve uma nova modalidade instituída em 2012, conhecida como DPGE II. Podem remunerar a taxas pré ou pós-fixadas, sendo o prazo de resgate

determinado no momento da contratação, mas não podendo ser inferior a 12 meses nem superior a 36. Não podem ser resgatados antecipadamente nem parcialmente.

Letra Financeira (LF)

As LFs foram criadas em 2009, e regulamentadas pelas Resoluções do CMN nº 3.836/2010 e nº 4.123/2012, representam hoje um relevante instrumento de captação das instituições financeiras. Por ser emitida com prazos maiores (mínimo de 2 anos, prazo longo quando comparado com o prazo médio dos CDBs) e sem possibilidade de resgate antecipado, permite que as instituições financeiras gerenciem melhor os prazos de seus ativos e passivos.

Recibo de Depósito Bancário (RDB)

O RDB pode ser emitido por bancos comerciais, múltiplos, de desenvolvimento e de investimento e por sociedades de crédito, financiamento e investimento. Por ser um título nominativo e intransferível, não é admitida sua negociação em mercado secundário. O papel, no entanto, pode ser resgatado junto à instituição emissora antes do prazo contratado, desde que decorrido o prazo mínimo de aplicação. Antes do prazo mínimo não são auferidos rendimentos.

9.4.2. Títulos Agrícolas

CDA e WA

O Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) foi regulamentado para substituir o “conhecimento de depósito” enquanto o Warrant Agropecuário (WA), por sua vez, é um título de crédito que confere direito de penhor sobre a mercadoria descrita no CDA correspondente. Ambos são títulos de execução extrajudicial. O CDA e o WA podem ser garantidos por aval bancário ou seguro e negociados em conjunto ou isoladamente.

Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA)

O CDCA é um título de crédito nominativo, de livre negociação e representativo de promessa de pagamento em dinheiro, vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais (ou suas cooperativas) e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos. Emitido exclusivamente por cooperativas de produtores rurais e outras pessoas jurídicas que exerçam atividades de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos agrícolas, pode ser distribuído por meio de oferta pública e é também

utilizado como lastro nas operações com Letra de Crédito do Agronegócio (LCA).

Cédula de Produto Rural (CPR)

É uma promessa de entrega futura de produtos rurais (CPR de Produtos). Por meio desse instrumento, seus emitentes — produtores rurais, suas associações e cooperativas — recebem pagamento à vista relativo à venda de mercadorias. As CPRs têm sido utilizadas como instrumento de financiamento, proporcionando a negociação da safra agrícola sem endividamento referenciado em taxas de juros e com redução das pressões sazonais de preços das mercadorias. Trata-se de um título cambial negociável em mercado de balcão e em bolsa de mercadorias, nas seguintes modalidades, com liquidação física ou financeira.

Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA)

O CRA é emitido exclusivamente por companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio e vinculado a direitos creditórios originários de negócios entre produtores rurais (ou suas cooperativas) e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos. O título pode conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a ele vinculados.

Cédula Rural Pignoratícia (CRP)

A CRP é uma modalidade de cédula de crédito rural com promessa de pagamento em dinheiro. É emitida pela pessoa física ou jurídica tomadora do financiamento rural. É extraída com base no penhor rural e passa a valer como título de crédito autônomo e negociável. Trata-se de um título de ampla utilização na concessão do crédito rural, especialmente pelas instituições financeiras oficiais.

Letra de Crédito do Agronegócio (LCA)

A LCA é um título emitido por instituições financeiras utilizado para captar recursos para o agronegócio. Criados em 2004, esses papéis têm como um de seus atrativos, atualmente, o fato de que, para investidores pessoa física, os rendimentos são isentos de Imposto de Renda. O registro do título na Cetip exige também o registro do lastro, que pode abarcar, neste caso, um rol de diferentes garantias, como soja, café, boi ou outra mercadoria.

9.4.3. Títulos de Crédito

Cédula de Crédito Bancário (CCB)

Pode ser emitida por empresas ou pessoas físicas, tendo instituição bancária como contraparte, configurando um instrumento de crédito ágil, que pode ser emitido com ou sem garantia, real ou fidejussória. A remuneração da CCB pode ser baseada em uma taxa prefixada, taxa flutuante (DI, Selic), índice de preços e variação cambial.

Em 2008, o Colegiado da CVM concluiu que as CCBs serão valores mobiliários caso a instituição financeira em favor das quais elas foram emitidas realize uma oferta pública de CCBs e exclua sua responsabilidade nos títulos. Dessa forma, não estariam sujeitas ao regime imposto pela Lei nº 6.385/76 caso não sejam objeto de oferta pública e a instituição financeira permaneça responsável pelo seu adimplemento, hipótese em que poderão circular no mercado sem estar sujeitas à regulamentação e fiscalização da CVM, assim como os demais títulos de emissão de instituições financeiras, como os CDBs.

Cédulas de Crédito à Exportação (CCE)

A CCE é um título emitido por pessoas físicas e jurídicas para operações de financiamento à exportação, à produção de bens para exportação, bem como às atividades de apoio e complementação da exportação realizadas por instituições financeiras. Tem garantia real, cedularmente constituída, e pode ser emitida com remuneração pré ou pós-fixada, sendo colocada no mercado diretamente pelas instituições financeiras credoras do financiamento.

Export Note

São títulos representativos de créditos em moeda estrangeira a serem recebidos futuramente, originados da venda de mercadorias ou serviços para o exterior. Lastreiam contratos de compra e venda entre o exportador e as empresas estrangeiras importadoras. A presença do contrato mercantil de compra e venda é fundamental para assegurar legalidade à operação. O comprador pode ser qualquer investidor, instituição financeira ou não, sem que haja necessidade de estar ligado ao comércio exterior. Já o vendedor, necessariamente, terá de ser exportador.

Nota de Crédito à Exportação (NCE)

Representa operação de crédito que pode ser negociada por quem a detém em posição de custódia. Sua emissão deve, obrigatoriamente, estar lastreada por exportações. O

cronograma de embarques deve ser informado ao banco. Com remuneração pré ou pós-fixada, financia operações financeiras de exportação, produção de bens destinados à exportação, bem como atividades de apoio e complementação integrantes e fundamentais da exportação.

9.4.4. Títulos Imobiliários

Cédula de Crédito Imobiliário (CCI)

Instrumento originado pela existência de direitos de crédito imobiliário com pagamento parcelado. A cédula é emitida pelo credor, com o objetivo de facilitar e simplificar a cessão do crédito. Pode contar ou não com garantia e possui remuneração por taxa pré ou pós-fixada, inclusive por índices de preços, de acordo com o direito creditório nela representado. Como a cessão pode ser feita mediante o endosso no próprio título, sem necessidade de formalização com um contrato de cessão, independentemente de autorização do devedor, a negociação dos créditos é mais ágil.

Certificado de Recebível Imobiliário (CRI)

Emitido exclusivamente pelas companhias securitizadoras, pode ser adquirido tanto por pessoas físicas quanto jurídicas, e sua remuneração é garantida por taxa prefixada, flutuante (DI, Selic), TR, TJLP ou índice de preços. Uma importante característica desse ativo, atualmente, é a isenção de imposto de renda para investidores pessoa física.

O CRI transforma um fluxo de recebíveis de médio ou longo prazo em ativos financeiros negociáveis à vista, propiciando novas alavancagens financeiras para empresas incorporadoras, construtoras, imobiliárias, instituições financeiras — todas aquelas que possuem créditos com lastro imobiliário e que possam atrelar a eles uma garantia também imobiliária.

Letra de Crédito Imobiliário (LCI)

Emitidas por instituições financeiras e lastreadas em financiamentos habitacionais ou empréstimos garantidos por hipoteca ou alienação imobiliária de bens imóveis, podem ser remuneradas por taxa pré ou pós-fixada. Esse ativo não pode ser resgatado a qualquer momento, mas é possível negociá-lo no mercado secundário. Seu prazo mínimo de vencimento varia de acordo com o indexador que possui, sendo 36 meses quando o título for atualizado mensalmente por índice de preços, 12 meses caso atualizado anualmente por esse indexador, ou de 60 dias, se não utilizar índice de preços.

Letra Hipotecária (LH)

Emitida por instituições financeiras que atuam na concessão de financiamentos com recursos do Sistema Financeiro da Habitação e companhias hipotecárias, como associação de poupança e empréstimo, bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, companhia hipotecária e sociedades de crédito imobiliário. É garantida pela caução de créditos hipotecários, podendo contar ainda com garantia fidejussória adicional de instituição financeira.

9.4.5. Contratos de derivativos de balcão

Com a crise de 2008, as operações envolvendo derivativos de balcão registraram retração de dois dígitos em termos percentuais. Este mercado, contudo, é extremamente importante para a proteção das empresas brasileiras, ganhou novos mecanismos de mitigação de riscos e, em 2013, voltou a demonstrar sua relevância, recuperando espaço.

Em 2013, o acentuado movimento de alta do dólar fez crescer a procura das empresas por mecanismos de proteção contra oscilações da moeda norte-americana. Uma mostra desse movimento foi o incremento do volume das operações de Termo de Moedas, contrato usado como hedge por importadores e exportadores.

Por ser um contrato de balcão, a modalidade Termo de Moeda é uma das mais procuradas especificamente pelas empresas em momentos de oscilação cambial. É um produto simples e fácil de ser contratado e utilizado para quem quer mitigar o risco de oscilações. Como não é um derivativo padronizado, detalhes como vencimento e valor podem ser ajustados de acordo com as necessidades de cada cliente, além de terem sempre um banco como contraparte.

Os principais instrumentos postos à disposição do mercado são: box de duas pontas, contrato de swap, contrato a termo de moeda, opção da conab, opções flexíveis de ações, opções flexíveis de mercadorias, opções sobre flexíveis de mercadorias, opções sobre taxas de câmbio, swap fluxo de caixa, termo de índice DI, termo de mercadoria e termo de moedas com fluxo de pagamentos .

9.4.6. Outros instrumentos registrados

Títulos Públicos

Por força da Lei nº 6.385/76, os títulos públicos não se enquadram na definição de valor mobiliário, sendo aqui citados apenas para informação quanto aos produtos negociados no mercado de balcão.

- ✓ Título de Alongamento da Dívida Agrícola (ADA)
- ✓ Certificado de Dívida Pública (CDP)
- ✓ Certificado Financeiro do Tesouro (CFT)
- ✓ Contrato de Crédito contra Terceiros
- ✓ Certificado do Tesouro Nacional (CTN)
- ✓ Cota do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS)
- ✓ Título da Secretaria do Tesouro Nacional Indexado à Taxa Selic (JSTN)
- ✓ Letra Financeira do Tesouro, de Estados e Municípios (LFT-E e LFT-M)
- ✓ STN – Crédito Securitizado
- ✓ Título da Dívida Agrária (TODA)

Valores Mobiliários Registrados

Citamos abaixo os valores mobiliários negociados na CETIP. Mais informações sobre o tema podem ser encontradas no capítulo “Valores Mobiliários”.

- ✓ Certificado de Investimento Audiovisual (CIA)
- ✓ Debêntures
- ✓ Nota Comercial
- ✓ Cotas de Fundos

Outros instrumentos de renda fixa

- ✓ Cédula de Debêntures
- ✓ Certificado a Termo de Energia Elétrica (CTEE)
- ✓ Letra de Arrendamento Mercantil (LAM)
- ✓ Letras de Câmbio (LC)



10 FUNCIONAMENTO DO MERCADO

10. Funcionamento do Mercado

10.1. Participantes do Mercado

10.1.1. Corretoras e Distribuidoras

As corretoras são instituições financeiras com múltiplas funções. Sua principal atividade é a execução de ordens de compra e de venda de ativos para seus clientes, mas podem também auxiliar o investidor por meio da disponibilização de informações de análise de investimentos, provenientes de seus departamentos técnicos ou de terceiros. Outra atividade que as Corretoras e Distribuidoras podem realizar é a administração de Fundos de Investimentos. Elas são remuneradas através da cobrança de taxas pelos serviços prestados.

Até o início de março de 2009, as Corretoras eram as únicas autorizadas a operar em bolsas de valores. A partir de então, pela Decisão-Conjunta Bacen/CVM nº 17, as Distribuidoras também passaram a ter a possibilidade de operar diretamente na bolsa de valores. Enquanto não estavam autorizadas a operar em bolsas, elas realizavam suas operações por meio de uma Corretora.

As corretoras e distribuidoras normalmente oferecem aos seus clientes:

- ✓ Suporte para entender o funcionamento da Bolsa e para definição do perfil do investidor;
- ✓ Fornecimento de informativos sobre o mercado e relatórios de recomendação de ações, como forma de auxiliar na escolha de ações ou de tipos de investimentos;
- ✓ Disponibilização de ferramentas e serviços facilitadores, como o *home broker* (investimento via Internet) e ferramentas de análise gráfica;
- ✓ Assessoria de especialistas;
- ✓ Aviso sobre novos produtos no mercado, possibilitando a diversificação de seus investimentos;

- ✓ Informação sobre o recebimento de dividendos e outros valores que as empresas pagam aos acionistas.

10.1.2. Agentes Autônomos de Investimento

Os agentes autônomos de investimento são pessoas físicas que atuam como prepostos dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, especialmente as corretoras. Como opção, podem também exercer as suas atividades sob a forma de sociedade ou firma individual, desde que constituídas exclusivamente para esse fim.

As suas atividades são eminentemente comerciais: de prospecção e captação de clientes; de recebimento e registro de ordens; e de prestação de informações acerca dos produtos e serviços oferecidos pelas corretoras.

Eles apresentam o mercado para os investidores, explicam as principais características dos produtos, cadastram os clientes, recebem as ordens e as transmitem para os sistemas de negociação, tiram dúvidas operacionais, entre outros. Em um mercado em franca expansão como o brasileiro, o papel dos agentes é tido como fundamental para o crescimento da base de investidores no mercado de capitais, ao constituírem um importante elo entre os investidores e os produtos e serviços disponíveis.

É importante ressaltar, porém, que os Agentes Autônomos não possuem autorização para administrar a carteira dos investidores. Eles não podem, portanto, operar de forma autônoma em nome do cliente, sendo necessária a autorização expressa do investidor para cada uma das ordens e operações a serem executadas.

Essas vedações estão elencadas em diversos artigos da Instrução CVM 497/2011 que regulamenta a atividade dos agentes autônomos de investimento. Nesta norma, a CVM exige que o agente autônomo, para exercer a atividade de administração de carteiras ou de consultoria e análise de valores mobiliários, seja registrado para isso e requeira a suspensão de seu credenciamento como agente autônomo de investimento. Ou seja, mesmo que um agente seja registrado na CVM como administrador de carteira, terá que optar por apenas uma dessas duas atividades. A norma proíbe também, expressamente, que os agentes utilizem senhas ou assinaturas eletrônicas de seus clientes.

Para exercer suas atividades, os agentes autônomos devem ser credenciados por entidade autorizada pela CVM, que mantenha uma estrutura de autorregulação, adotando, entre outros, código de conduta profissional para a atividade. Para o creden-

ciamento, essas entidades devem garantir que os agentes se enquadrem em um perfil mínimo requerido.

10.1.3. Administrador de Carteira

A administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor.

Esses profissionais se responsabilizam pela gestão dos recursos de seus clientes, e podem assumir, por exemplo, a gestão da carteira de fundos ou clubes de investimentos. Eles são responsáveis pelas decisões sobre os tipos de ativos financeiros que farão parte da carteira que administram, e em que proporção, considerando, entre outros fatores, os riscos e as políticas de investimentos pré-definidas.

A atividade de administração de carteiras é uma profissão em que se estabelece um vínculo de confiança entre o gestor e o investidor, uma vez que este confia àquele a administração de seus investimentos. Em virtude disso, e considerando o tamanho e a relevância dessa indústria, a CVM regulamentou a atividade por meio da Instrução CVM 306/1999, que estabelece as regras a serem cumpridas pelos administradores.

Registro e cancelamento

A administração de carteira só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM. A obtenção do registro depende da comprovação de certos requisitos. As pessoas físicas devem ter reputação ilibada, curso superior e comprovada experiência. As pessoas jurídicas devem, entre outras exigências, manter departamento especializado em análise.

O que se busca ao conceder a autorização apenas para profissionais e empresas que atendam aos requisitos é assegurar que os administradores de carteira tenham as competências mínimas necessárias e a reputação desejada para o desempenho da função.

A CVM pode cancelar a autorização de administrador de carteira na constatação de irregularidades ou descumprimento de obrigações.

Além disso, os próprios administradores podem solicitar o cancelamento do seu registro.

A CVM disponibiliza para consulta, em seu site, relação completa dos administradores de carteira, com informações sobre a data do registro, situação do cadastro e informações de contato.

Informações

Outro aspecto importante na regulamentação da atividade é a transparência das informações prestadas. O administrador de carteira de valores mobiliários deve encaminhar à CVM, até o dia 31 de maio de cada ano, informações relativas às carteiras que administra, com base nas posições de 31 de março do mesmo ano.

Além disso, sempre que divulgar publicamente dados com base em desempenho histórico das carteiras administradas ou de valores mobiliários e índices de mercado de capitais, o administrador de carteira de valores mobiliários deve acrescentar, com destaque, a seguinte mensagem: “A ADMINISTRADORA ALERTA QUE RESULTADOS OBTIDOS NO PASSADO NÃO ASSEGURAM RESULTADOS FUTUROS”.

O material de divulgação de desempenho deve incluir informações sobre todas as carteiras que o administrador tenha sob sua gestão e não apenas sobre algumas delas, englobando, no mínimo, os últimos seis meses.

Segregação de atividades

Para reduzir potenciais conflitos de interesse, a gestão de carteira deve estar completamente segregada das demais atividades desempenhadas pelo administrador de carteira. Para isso, procedimentos operacionais devem ser adotados, como a segregação física de instalações.

Porém, o conceito vai além. É preciso garantir a confidencialidade de informações entre áreas e pessoas, estabelecer políticas e regras para negociação de ativos em determinadas situações, entre outros.

Em essência, devem ser adotados procedimentos necessários para que se garanta a efetiva independência das decisões tomadas na gestão da carteira em relação aos demais interesses do administrador.

Responsabilidades do administrador

A pessoa física ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos

resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado.

Da mesma forma, os integrantes de comitê de investimento, ou órgão assemelhado, que tomem decisões relativas à aplicação de recursos de terceiros, têm os mesmos deveres do administrador de carteira.

Mudanças a caminho

A CVM estuda algumas alterações, debatidas em audiência pública, nas normas que regem a atividade de administrador de carteiras. Uma das mudanças propostas, diz respeito aos requisitos para obtenção da autorização, que poderá exigir a aprovação em exame de certificação em substituição ao critério “experiência” atualmente exigido. As vantagens dessa possível mudança são a maior objetividade do critério e a possibilidade de exigência de uma manutenção periódica da certificação, que garantirá a constante atualização de conhecimentos desses profissionais.

Outra proposta diz respeito à gestão de riscos. Nas regras atuais não há exigência de informação da política de gestão de riscos do administrador. A nova proposta pretende introduzir uma seção específica sobre o assunto, estabelecendo requisitos mínimos, como os procedimentos para identificar e acompanhar a exposição das carteiras aos variados tipos de riscos, os métodos de precificação dos ativos, os profissionais envolvidos e a periodicidade de revisão da política.

Ainda, considerando o tamanho da indústria de fundos e o fato de que grande parte dos administradores de carteiras estão vinculados a essa atividade, a CVM pretende introduzir nas regras, capítulo com atribuições adicionais para o administrador de carteira de valores mobiliários, pessoas jurídicas, que também atuam na indústria de fundos de investimento.

10.1.4. Analista de Valores Mobiliários

Os analistas de valores mobiliários são profissionais que elaboram relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes, e que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento. Tais relatórios podem ser de análise geral, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises específicas sobre um valor

mobiliário ou sobre um emissor.

O exercício da atividade, pela sua importância, é objeto de regulação pela CVM e, desde 2010, de autorregulação pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC).

O Analista, além de ser aprovado em prova de qualificação técnica, deve obedecer ao código de conduta profissional da entidade que o credenciou. Deve evitar situações de conflito de interesses, buscando informações idôneas e fidedignas, para usar como base em suas análises e recomendações.

A atividade pode ser exercida de forma autônoma ou vinculada. O analista deve agir com integridade e ética profissional e manter independência em relação à pessoa ou instituição a que estiver vinculado.

10.1.5. Consultor de Valores Mobiliários

Consultor de valores mobiliários é a pessoa física ou jurídica que assessorá os investidores interessados em fazer aplicações no mercado de valores mobiliários. Orienta seu cliente na busca do produto que melhor atenderá a seus objetivos e necessidades pessoais.

Assim como ocorre com outros prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, os consultores devem ser credenciados na CVM para desempenhar suas atividades. O objetivo é criar mecanismos de proteção ao investidor, de forma a impedir situações de potencial conflito de interesses, manipulação de mercado ou uso de informações privilegiadas.

Na regulamentação da atividade são estabelecidos requisitos de credenciamento, obrigações e vedações. O consultor deve, também, possuir comprovada experiência em atuação no mercado de valores mobiliários.

A norma que regulamenta a atividade é a Instrução CVM 43/85. O colegiado da CVM detalhou também alguns critérios exigidos para o credenciamento, como comprovação de experiência e declaração da idoneidade.

10.2. Sistemas para Negociação

A intermediação de operações com valores mobiliários em mercados regulamentados é privativa de instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição.

Portanto, os investidores não podem acessar diretamente a BM&FBOVESPA, devendo realizar suas operações por intermédio de instituições habilitadas: as corretoras ou as distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

A lista de todas as corretoras autorizadas a operar está no site da CVM e da Bolsa.

10.2.1. Home Broker

O *home broker* é uma ferramenta de acesso aos mercados da bolsa, oferecida por quase todas as corretoras, por meio da qual os investidores podem negociar diretamente pela internet, enviando ordens de compra e venda. Pelo *home broker*, os investidores podem também verificar a execução das ordens e ter acesso às cotações dos ativos negociados.

As ofertas enviadas pelo cliente trafegam pela infraestrutura tecnológica da corretora antes de alcançarem as plataformas de negociação da bolsa. Ou seja, nas operações via *home broker* o cliente conecta o sistema da corretora, que recebe as informações e faz a conexão com os sistemas da bolsa.

Algumas corretoras oferecem pacotes, que podem incluir acesso via web, aplicativos para dispositivos móveis ou programas especiais para análises dos ativos. As ferramentas e os custos de utilização, podem variar entre as instituições e até entre diferentes pacotes de tarifas oferecidos por uma mesma corretora.

Principais Vantagens do Home Broker

- ✓ Acesso às cotações dos ativos;
- ✓ Programação e envio de ordens e recebimento de confirmações de aceitação, de execução ou de cancelamento;

- ✓ Acompanhamento e realização de operações a partir de qualquer local com acesso à internet e, muitas vezes, inclusive de dispositivos móveis, oferecendo agilidade aos investidores.

Problemas de Conexão em Negociações via Internet

Apesar do acompanhamento do regulador e do autorregulador do mercado, que determinam níveis mínimos de qualidade no serviço prestado, a negociação de valores mobiliários pela internet está sujeita a riscos de conexão, da mesma forma que outras operações que envolvem acesso remoto a serviços via web.

Esses problemas podem impedir a transmissão pontual de uma ordem ou, ocasionalmente, suspender totalmente o acesso ao *home broker*. Para minimizar os problemas causados ao investidor durante esses períodos, a corretora disponibiliza outros meios de acesso de contingência, normalmente via telefone, como será visto a seguir.

10.2.2. Mesa de Operações

Além do *home broker*, as instituições oferecem outras formas para envio de ordens, como a mesa de operações. Esse serviço coloca um grupo de profissionais à disposição dos clientes, para orientação e execução de ordens.

Esses profissionais executam ordens, disponibilizam informações sobre os mercados, produtos e riscos e informam sobre análises e recomendações realizadas pelos analistas. A mesa de operações pode agir sob demanda ou de forma ativa, entrando em contato com o cliente para informar sobre preços ou dar sugestões.

Além de chat e email, o acesso à mesa de operações é realizado por telefone, o que torna esse meio de acesso uma contingência para o investidor do *home broker* em caso de falha das conexões via internet.

10.2.3. Registro das Operações

Desde a entrada em vigor da Instrução CVM 505/2011, a transmissão de ordens pelos clientes aos intermediários só pode ser realizada por:

- ✓ Escrito;

- ✓ Telefone e outros sistemas de transmissão de voz; ou
- ✓ Sistemas eletrônicos de conexões automatizadas.

Além disso, a instrução passou a exigir que o intermediário mantenha registro comprobatório de todas as ordens solicitadas pelos clientes, inclusive gravação de voz, quando realizada por telefone.

10.3. Tipos de Ordens

Quando um investidor deseja realizar a compra ou a venda de um valor mobiliário, ele o faz através do envio de uma ordem ao intermediário contratado.

Ordem é a instrução dada por um cliente à sociedade corretora para a execução de compra ou venda de um ativo. Através dela o cliente determina que um intermediário negocie ou registre a operação em seu nome e nas condições que especificar.

As ordens somente poderão ser executadas se transmitidas por escrito, por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz, ou ainda sistemas eletrônicos de conexões automatizadas. Independente da forma de transmissão, todas as ordens devem ser registradas, identificando o horário do recebimento, o cliente que as tenha emitido e as condições de execução.

Conheça os principais tipos de ordens

- ✓ Ordem a mercado: especifica somente a quantidade e as características dos ativos ou direitos a serem comprados ou vendidos, devendo ser executada a partir do momento em que for recebida, pelo melhor preço disponível para negociação;
- ✓ Ordem limitada: é aquela que deve ser executada somente a preço igual ou melhor do que o especificado pelo cliente (esta é a modalidade de ordem mais utilizada);
- ✓ Ordem on stop: também conhecida como “ordem stop”, é aquela que especifica um nível de preço que, se atingido, criará uma nova ordem, essa sim de compra ou venda, com características previamente definidas pelo investidor.

Exemplos:

Uma ordem on-stop de compra deve ser executada a partir do momento em que, no caso de alta de preço, ocorra um negócio a preço igual ou superior ao preço especificado. Somente neste momento será disparada a ordem de compra.

Uma ordem on-stop de venda deve ser executada a partir do momento em que, no caso de baixa de preço, ocorra um negócio a preço igual ou inferior ao preço especificado, o que disparará a criação da ordem de venda.

- ✓ **Ordem casada:** é aquela constituída por uma Ordem de Venda de determinado ativo e uma ordem de compra de outro, que só pode ser efetivada se ambas as transações puderem ser executadas, podendo o comitente especificar qual das operações deseja que seja executada em primeiro lugar.

Quanto ao prazo de validade das ordens

- ✓ **Validade para o dia:** só é válida para o dia em que foi encaminhada (inclusive no after market, se o ativo estiver disponível para negociação neste período);
- ✓ **Validade até a data especificada:** a oferta terá validade até a data especificada (até 30 dias);
- ✓ **Validade até cancelar:** a oferta terá validade até que o investidor a cancele (até 30 dias);
- ✓ **Validade tudo ou nada:** a oferta só tem validade no momento em que é encaminhada, sua execução é feita integralmente ou o sistema a cancelará;
- ✓ **Validade execute ou cancele:** a oferta só tem validade no momento em que é encaminhada, o sistema executará a quantidade possível e cancelará o saldo remanescente automaticamente.

Nas negociações via *home broker*, o investidor deve verificar o tipo de ordem que poderá ser executada. Para algumas modalidades, pode ser necessário o contato direto com a mesa de operações da instituição.

10.4. Pregão

Como foi visto no capítulo sobre bolsa de valores, o pregão é o ambiente em que efetivamente ocorrem as negociações. É o espaço que permite o encontro de compradores e de vendedores que, após analisarem as ofertas de compra e venda, poderão realizar o fechamento das operações.

Por muito tempo, o pregão era realizado em um espaço físico nas instalações da bolsa, onde os corretores se encontravam pessoalmente, com cadernetas e telefones através dos quais recebiam ordens, encontravam contrapartes e registravam operações.

A partir de 2005 na Bovespa e de 2009 na BM&F (que na época eram sociedades diferentes) o pregão presencial, chamado de pregão viva-voz, foi extinto, passando as negociações a serem realizadas única e exclusivamente através dos sistemas eletrônicos.

As negociações, no entanto, seguem o mesmo conceito: a bolsa oferece o ambiente de negociação (eletrônico) em que as ordens de compra e venda são lançadas e os negócios fechados pelo melhor preço. Além disso, existe uma grande vantagem em relação ao pregão viva-voz: a velocidade de execução das operações e, portanto, o volume de negócios que podem ser realizados por dia.

10.5. After Market

O *after market* (conhecido simplesmente como “*after*”) é um período adicional de negociação aberto no final do dia, após o pregão regular. É uma ótima ferramenta para aquelas pessoas que, por diversas razões, não podem operar durante o pregão normal.

Por ser um período adicional, existem restrições e particularidades para as operações do *after market*, entre as quais:

- ✓ Só podem ser negociados papéis que estejam no índice Ibovespa e/ou IBrX-100 e que tenham sido negociados durante o pregão regular do dia;
- ✓ As negociações são apenas no mercado à vista, não sendo permitidas operações com opções e derivativos em geral;

- ✓ O preço do ativo é limitado por uma variação máxima positiva ou negativa de 2% em relação ao preço de fechamento do pregão regular.

Para os papéis que estejam sendo negociados no *after market*, as negociações são consideradas como realizadas no próprio dia. Portanto, as ordens com validade para o dia podem ser executadas no período adicional. Da mesma forma, uma compra no pregão normal e uma venda no *after market* caracterizam uma operação de *day trade*¹.

10.6. Leilões

O objetivo dos leilões é evitar variações bruscas nas cotações dos ativos por situações ou ordens consideradas atípicas. Ao ser atingido algum dos parâmetros estipulados, a negociação do ativo é suspensa e ele entra em processo de leilão por um prazo determinado. Durante o leilão, os participantes e investidores têm a oportunidade de analisar a situação e, se for o caso, ajustar sua posição.

As regras de negociação dos mercados de bolsa devem estabelecer as variações de preços e quantidades ofertadas em seus sistemas de negociação que exigem a adoção do procedimento de leilão, bem como as regras operacionais necessárias para quando essas variações forem alcançadas.

Os parâmetros analisados para determinar o procedimento de leilão levam em consideração a quantidade, cotação e negociabilidade dos ativos.

Com respeito à quantidade, os limites são determinados em relação à média negociada nos últimos 30 pregões ou em relação ao capital social da empresa. Se a quantidade atingir valores entre 5 e 10 vezes a média, haverá leilão de 5 minutos. Se os lotes superearem 10 vezes a média, o leilão será de 1 hora.

Em relação à cotação, os procedimentos estipulam limites para as variações dos ativos considerando o último preço negociado, e os percentuais mudam conforme os papéis fazem parte de carteira de índices da bolsa ou não. Para oscilações positivas

¹ Operações de compra e venda realizadas em um mesmo dia, de um mesmo título, pela mesma sociedade corretora (distribuidora), de um mesmo comitente, cuja liquidação é exclusivamente financeira.

ou negativas de 3% a 8,99%, no caso de papéis que fazem parte de carteira de índices da bolsa, o leilão deverá ser de 5 minutos. Para os demais papéis, há previsão para variação superior a 100%, caso em que o leilão deverá ser de 1 hora.

A bolsa estabelece também limites com relação à negociabilidade. Assim, para uma ação não negociada nos últimos 5 pregões ou na hipótese de ação estreando, a operação deverá se realizar em leilão de 15 minutos.

Além da determinação dos limites e tempo de duração, os procedimentos da bolsa estabelecem regras para a determinação do preço, sistema de prioridade para o fechamento dos negócios, hipóteses de prorrogação, entre outros.

10.7. Suspensão de Negociações (*Circuit Breaker*)

O mecanismo conhecido como *circuit breaker* suspende o pregão da bolsa por um determinado período em caso de oscilação muito brusca dos preços de negociação. Ele permite que as ordens de compra e de venda sejam rebalanceadas e amortecidas durante o período de suspensão da negociação. Trata-se de uma proteção à variação exacerbada dos preços em momentos atípicos do mercado.

Nesse sentido, de “oferecer um tempo para que o mercado se ajuste”, o *circuit breaker* tem objetivo semelhante ao do leilão, com a diferença que o leilão considera ativos isolados, enquanto que no *circuit breaker* todo o pregão da bolsa é suspenso.

Por esse mecanismo, a bolsa impõe limites para a variação negativa do índice bovespa que, se atingidos, interrompem as negociações. Dependendo da força da queda do índice², as regras de interrupção dos negócios mudam.

Se o Ibovespa cair 10%, os negócios serão interrompidos por 30 minutos. Reabertos os negócios, se a queda atingir 15%, a interrupção passa a ser de uma hora. Se, novamente após a reabertura dos negócios, a oscilação negativa chegar a 20%, a bolsa poderá suspender os negócios em todos os mercados, por prazo definido a seu critério. Nessa hipótese, a decisão deverá ser comunicada ao mercado.

² Sempre considerada em relação ao fechamento do dia anterior.

Na última meia hora de funcionamento do pregão, as regras acima não serão acionadas. Caso haja interrupção dos negócios na penúltima meia hora de negociação, quando reabertos, o horário será prorrogado em no máximo mais 30 minutos, sem qualquer outra interrupção, de maneira que se garanta um período final de negociação de 30 minutos corridos.

10.8. Formador de Mercado

Formador de Mercado, agente de liquidez, facilitador de liquidez, *market maker* e *liquidity provider* são algumas designações atribuídas àqueles que se propõem a garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos previamente credenciados, fator que contribui para uma maior eficiência no mercado de capitais.

O papel de Formador de Mercado pode ser desempenhado por corretoras, distribuidoras de valores, bancos de investimento ou bancos múltiplos com carteira de investimentos, que, ao se credenciarem para exercer essa função, assumem a obrigação de colocar no mercado, diariamente, ofertas firmes de compra e de venda para uma quantidade de ativos predeterminada e conhecida por todos.

Ao registrar ofertas, o Formador de Mercado proporciona um preço de referência para a negociação do ativo. Essa é uma tarefa importante porque envolve prévio conhecimento da companhia, atualização constante sobre suas condições econômico-financeiras, acompanhamento do valor de seus ativos e também de perspectivas de longo prazo, fatores essenciais para o estabelecimento de um preço justo.

Definição da Quantidade Mínima e do Spread Máximo

A quantidade mínima de ativos de cada oferta do Formador de Mercado é estabelecida pela bolsa, em função da quantidade média diária negociada, no caso de ações, e características da emissão e distribuição, no caso de debêntures.

A oscilação nos preços das ofertas de compra e de venda do Formador de Mercado deve respeitar um intervalo máximo (denominado *spread*) calculado para cada ativo com base na volatilidade verificada ao longo de um determinado período de tempo. As ações menos voláteis, que têm um *spread* menor, costumam ser mais líquidas.

Situações Extraordinárias

Sempre que o mercado apresentar comportamento atípico, com oscilações fora dos padrões regulares, o Formador de Mercado ou terá seus parâmetros alterados ou será liberado de suas obrigações até que o mercado reencontre um novo nível de normalidade.

Abrangência e Competitividade

Cada Formador de Mercado poderá se credenciar para representar mais de uma ação ou mais de uma debênture de empresas diferentes, podendo também representar mais de um ativo por empresa. Deverá, entretanto, solicitar à bolsa credenciamento específico para cada ativo em que desejar atuar.

Além disso, uma mesma ação ou debênture poderá ter mais de um Formador de Mercado, em um modelo competitivo. No entanto, a bolsa estabelecerá o limite máximo de formadores para cada ativo.

Formador de Mercado Independente ou Contratado

O Formador de Mercado poderá desempenhar suas funções de duas formas: independente ou contratado.

Quando independente, o Formador de Mercado não possui qualquer vínculo com a empresa emissora dos ativos nem com seus controladores ou grandes detentores de ações. Devem, portanto, desempenhar suas funções de forma autônoma.

Já o Formador de Mercado contratado, firma um contrato com a empresa emissora dos ativos que representa, com um grupo controlador ou com qualquer detentor dos ativos.

Por esse contrato, o Formador de Mercado poderá ser remunerado. Poderá, ainda, receber, com o objetivo exclusivo de proporcionar suporte operacional ao seu trabalho, numerário para a liquidação de operações.

Regras de Negociação

As ofertas de um ativo que conta com Formador de Mercado competem em condições de igualdade com as demais ofertas do mercado. A bolsa, como forma de incentivar a atividade, poderá conceder vantagens de custo.

O Formador de Mercado desempenhará suas atividades dentro de princípios éticos e de mais elevada probidade. Nesse sentido, visando manter o mercado sempre justo e

ordenado, foram estabelecidas vedações à sua atuação que, se infringidas, poderão resultar em sanções ou ainda, levar ao seu descredenciamento.

Além disso, para garantir transparência ao mercado, a bolsa mantém uma lista atualizada com a relação de formadores credenciados, os respectivos ativos e as características principais da operação.

10.9. Taxas e Custo das Operações

Antes de avaliar a expectativa de retorno dos investimentos e realizar negócios no mercado de valores mobiliários, os investidores devem analisar os custos relacionados aos diferentes estágios do negócio, como a compra e a venda, o registro, a liquidação e a custódia.

Entre eles, destacamos a taxa de corretagem, taxa de custódia, emolumentos e taxa de liquidação.

A taxa de corretagem incide no momento da compra ou venda, é livremente pactuada entre o cliente e a corretora e incide sobre o valor total do movimento financeiro. Pode ser cobrada como um valor fixo, percentual do valor negociado ou de forma mista. Além disso, pode haver cobrança diferenciada conforme o canal utilizado (mesa de operações ou *home broker*), o “pacote de serviços” contratado e o nível de relacionamento entre cliente e corretora.

Há também os emolumentos e a taxa de liquidação. Esses são valores cobrados pela entidade administradora de bolsa ou de balcão no qual os ativos foram negociados e incidem sobre o volume das operações realizadas, com objetivo de remunerar os serviços oferecidos pelo ambiente de negociação e de liquidação.

Por fim, o serviço de custódia dos ativos também é taxado. Há dois tipos de cobrança. Uma de manutenção de conta, mensal, variável dependendo da conta estar com ou sem movimentação e do tipo de ativo custodiado. Outra sobre o valor em custódia, que é uma taxa mensal e calculada regressiva e cumulativamente sobre o valor da carteira no último dia útil do mês de forma pro rata, com isenção para até determinada faixa de valor. Essas taxas são cobradas dos intermediários, mas alguns deles optam por não repassar esse custo ao cliente, como diferencial comercial.

Além dos custos citados, no caso dos mercados de opções ou a termo pode haver a cobrança de taxa de registro da operação.

As entidades administradoras de mercados de bolsa e balcão disponibilizam tabela completa com os percentuais e valores das taxas e dos custos das operações cursadas nos ambientes por ela administrados, com exceção das taxas de corretagem, que devem ser negociadas diretamente com o intermediário escolhido pelo investidor.

Tributação das Operações

É muito importante lembrar que, além das taxas e custos incidentes sobre as operações, os investidores estão sujeitos à cobrança de impostos, conforme determinação da Secretaria da Receita Federal do Brasil.

10.10. Avisos e Comunicação com o Investidor

Os investidores que negociam nos mercados de bolsa e balcão organizado e mantêm seus ativos em custódia têm o direito de receber informações sobre as negociações realizadas, a ocorrência de eventos e a posição dos seus investimentos. As corretoras ou distribuidoras, como intermediárias das operações, e os agentes e prestadores de serviços de custódia são os principais responsáveis pelo envio e disponibilização dessas informações.

Nas negociações de compra e venda, as corretoras enviam e disponibilizam ao investidor a nota de corretagem. Nesse documento, estão todas as informações a respeito da operação, como a data, o código e a descrição do ativo, a quantidade e o preço negociado, as taxas e o mercado no qual foi negociado. Nas corretoras, os investidores têm acesso também ao extrato de movimentação da sua conta financeira.

Além disso, a Central Depositária disponibiliza ao investidor o extrato da conta de custódia. Nele há a relação completa da posição dos ativos em custódia, com quantidade e preço de mercado, além da relação dos proventos distribuídos no período e das movimentações realizadas, caso existam.

Na hipótese de o investidor ter alugado ativos, o extrato do Banco de Títulos e Contratos (BTC) é disponibilizado com as posições em aberto e o aviso de movi-

mentação. O investidor tem acesso também às garantias oferecidas em operações específicas, caso haja.

A BM&FBOVESPA oferece aos investidores o serviço do Canal Eletrônico do Investidor (CEI), com acesso via internet, pelo qual eles têm acesso às informações, de forma centralizada e continuamente disponível. Quando o agente de custódia cadastra o cliente na bolsa, a senha de acesso ao sistema é gerada automaticamente e enviada ao investidor.

10.11. Empréstimo de Ações

O empréstimo de ações, também conhecido como aluguel de ações é uma operação em que investidores doadores emprestam aos investidores tomadores, por prazo determinado, e mediante a cobrança de uma taxa livremente pactuada, certa quantidade de ações. Geralmente, os doadores são investidores de longo prazo, sem interesse em se desfazer das ações pelo menos durante o prazo do contrato, e ganham um rendimento adicional com a operação. Os tomadores, por outro lado, são investidores que demandam o ativo temporariamente, seja para uma estratégia, como uma venda a descoberto, seja para liquidar outra operação já realizada.

As negociações realizadas devem ser necessariamente intermediadas por sociedades corretoras ou distribuidoras. Os investidores titulares de ações objeto do empréstimo devem autorizar a operação previamente por escrito. Os tomadores precisam oferecer como garantia, em caução, ativos aceitos pelo regulamento em valor suficiente para assegurar a certeza da liquidação de suas operações. A bolsa só autorizará a operação após o depósito das garantias.

A BM&FBOVESPA oferece os serviços de empréstimo de valores mobiliários por meio do Banco de Títulos (BTC). A bolsa atua como contraparte e garante as operações, sendo que qualquer agente de custódia pode disponibilizar os ativos para empréstimos, tanto próprios como de clientes que tenham autorizado a operação.

Remuneração das Operações de Empréstimo

O doador recebe a remuneração pactuada deduzida dos impostos incidentes mais um valor adicional de 0,05% ao ano sobre o volume emprestado. O custo do tomador en-

volve, além da taxa combinada, os emolumentos pagos à bolsa e a corretagem, que pode também ser cobrada do doador, dependendo da política de cada instituição.

Propriedade das ações durante o empréstimo

É importante destacar que o processo de empréstimo de ações envolve a transferência temporária da propriedade para o tomador. Assim, direitos, como o de voto, passam a ser exercidos pelo tomador, caso não tenha vendido a ação.

Com respeito aos proventos, como os dividendos e os juros sobre capital próprio, o Banco de Títulos se encarrega de reembolsar o doador, na mesma data e no mesmo montante, e debita os valores do tomador. No que se refere aos eventos realizados em ativos, como as bonificações, grupamentos e desdobramentos, o investidor doador recebe os ativos objeto do empréstimo com as quantidades ajustadas.

Na hipótese de subscrição, o sistema BTC garante a possibilidade de o doador subscrever as ações a que tinha direito, caso estivesse com elas em custódia. Durante o empréstimo, os direitos de subscrição não serão gerados em sua conta de custódia. O tomador deverá optar em devolver os direitos ou recibos de subscrição ou ações correspondentes à subscrição. No caso do recibo de subscrição ou novas ações, o doador arcará com os custos relativos à subscrição.

Ainda sobre o assunto, é importante destacar decisão do colegiado da CVM no que diz respeito ao direito de recesso. Pelo entendimento, como é condição necessária para o exercício do direito de recesso a propriedade ininterrupta das ações entre a véspera da data da publicação do fato relevante que ensejou o direito e a data da decisão da assembleia que deliberou sobre o assunto, os acionistas que tivessem transferido, ainda que temporariamente, a propriedade de suas ações, em virtude de operações de empréstimo de ações, não fariam jus ao exercício do direito.

Portanto, o aluguel de ações pode ser uma operação vantajosa tanto para o doador, desde que conheça as informações completas sobre a operação, incluindo os direitos que perderá durante o prazo do contrato, quanto para o tomador, que pode utilizar do mecanismo para suas estratégias de operação.

Importante destacar também que as operações de empréstimo aumentam a liquidez do mercado, aprimorando sua eficiência. Além disso, o BTC possui um sistema automático, que monitora a compensação em busca de possíveis vendedores a descoberto e de disponibilidades de oferta dos mesmos ativos. Se possível, fecha

automaticamente operações de empréstimo, conforme as regras estipuladas. Por esse mecanismo, o aluguel de ações passa a desempenhar também um importante papel na melhoria do sistema de compensação e liquidação de ações.

10.12. Processo de Recompra de Ativos

Após o encerramento das operações nos ambientes de negociação, os sistemas de compensação e liquidação iniciam o processo de pós-negociação. Nesse sistema, a câmara de compensação e liquidação de ativos da bolsa assume a posição de contraparte central para garantir a efetiva liquidação de todos os negócios. Para isso, adota uma estrutura de responsabilidades e mecanismos gerenciadores de risco, de modo a aumentar a segurança do processo.

Ainda assim, podem ocorrer falhas no sistema de entrega dos ativos. Com o intuito de saná-las, a bolsa realiza operações especiais, de modo a permitir que os vendedores faltantes cumpram com suas obrigações e os compradores recebam o que compraram. Uma dessas operações consiste na realização de uma operação de empréstimo, na qual o vendedor assume a posição de tomador do empréstimo no BTC, por meio de um sistema conhecido como BTC automático. Porém, para que essa operação se concretize, o ativo desejado deve estar disponível para empréstimo no Banco de Títulos.

Se não houver ativo disponível para aluguel, inicia-se operação de recompra do ativo. A ordem de recompra, como é chamada, é uma operação em que a Bolsa autoriza o participante representante do investidor comprador da operação, a realizar a recompra do ativo que havia sido adquirido na data da operação e não recebido por falta de entrega.

Como o prazo de liquidação normal da operação se encerra em D+3, considerando-se D+0 a data da operação original, a câmara de compensação e liquidação envia a ordem de recompra ao participante em D+4, caso o ativo objeto da operação de venda não seja entregue até a manhã desse dia.

A ordem tem até 2 dias para ser realizada pelo intermediário, ou seja, de D+4 até D+6. O participante tem até D+7 para confirmar a execução da ordem de recompra. Uma vez realizada a recompra, a liquidação obedece aos procedimentos normais do mercado. Assim, na hipótese de a recompra ter sido realizada em D+6 e, pelo fato

de a liquidação ser realizada em D+3, pode-se chegar a um prazo de liquidação de D+9 em relação à operação original, chamado de ciclo ampliado de liquidação em caso de falha na entrega.

Importante destacar que o Agente de Compensação responsável pela falta da entrega assume todas as despesas da operação, como também possíveis diferenças entre os valores da compra e da recompra.

Se o participante não confirmar a recompra, a câmara considera que a ordem não foi executada e a operação fica sujeita às regras de reversão de operações, a menos que a ordem não tenha sido executada pelo fato de o ativo objeto da recompra estar, durante o período da recompra, com as negociações suspensas. Nessa hipótese, a ordem de recompra será válida pelos 3 dias subseqüentes ao reinício dos negócios do ativo.

A reversão é feita em D+8 e o valor é o maior entre o valor da operação original e a última cotação média do ativo objeto da operação, verificada no mercado principal, até D+7, atribuindo os correspondentes débitos e créditos aos agentes de compensação participantes.

O processo de recompra pode ser também cancelado, havendo concordância das partes, desde que o ativo objeto da operação seja entregue pela parte faltosa à câmara de compensação e liquidação da bolsa, observadas as condições do regulamento da bolsa.

10.13. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos

Na hipótese de os investidores, nas negociações realizadas em bolsa, ou nos serviços prestados, como o de custódia, sofrerem algum tipo de prejuízo decorrente de erros operacionais, eles podem recorrer ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos (MRP), administrado pela Bovespa Supervisão de Mercados (BSM).

Observa-se, portanto, que não se trata de indenização por prejuízos decorrentes da variação de preços de ativos, mas sim de prejuízo causado por erros dos participantes da BM&FBOVESPA (a própria bolsa, as corretoras, os agentes de compensação) na execução das operações ordenadas pelos clientes.

O MRP tem finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de

prejuízos decorrentes da ação ou omissão dos participantes da BM&FBovespa ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa, especialmente nas seguintes hipóteses:

- ✓ Inexecução ou infiel execução de ordens;
- ✓ Uso inadequado de numerário e de valores mobiliários, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimos de valores mobiliários;
- ✓ Entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;
- ✓ Inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência; e
- ✓ Encerramento das atividades.

Ressarcimento de prejuízos

O objetivo do sistema é cobrir prejuízos causados por erros dos participantes do mercado na execução das operações ordenadas pelos clientes. Prejuízos decorrentes de oscilações de preços são riscos inerentes ao investimento e não podem ser objeto de ressarcimento.

É importante ressaltar que as transações realizadas no mercado de balcão organizado também não estão cobertas pelo MRP, que engloba apenas operações realizadas no ambiente da bolsa.

O ressarcimento dos prejuízos pelo MRP é limitado ao valor de R\$ 70.000,00 por ocorrência. Para solicitar o ressarcimento, o investidor não precisa de advogado e não há cobrança de taxas. O investidor tem até 18 meses para apresentar as reclamações, a contar da data do fato que tenha gerado o prejuízo.

No caso do pedido de ressarcimento ser negado, o investidor reclamante poderá recorrer da decisão à CVM.

10.14. Investidor não Residente

O que caracteriza essa categoria de investidor é o fato de ele não possuir residência ou sede no Brasil, independente de sua nacionalidade. Apesar de grande parte dos investidores não residentes serem estrangeiros, um brasileiro também pode ser investidor não residente caso esteja domiciliado no exterior. Portanto, o termo “Investidores não Residentes” é mais preciso que o termo “Investidor Estrangeiro”, embora este seja mais popular no mercado.

No Brasil, o acesso de investidores não residentes (ou estrangeiros) ao mercado financeiro e de capitais é regulamentado pelas Resoluções 2689 e 2687 de 26/01/2000, do Conselho Monetário Nacional, que garantem a essa categoria de investidores acesso aos mesmos mercados disponíveis ao investidor residente.

A Instrução CVM 419/2005 criou a possibilidade de utilização do cadastro simplificado do investidor não residente, facilitando e agilizando o acesso ao mercado de capitais brasileiro. Com base nessa instrução, as corretoras (e os custodiantes) podem efetuar o cadastro simplificado de seus clientes não residentes desde que atendidos pré-requisitos estabelecidos na norma.

10.14.1. Representante Legal

O representante legal é responsável pelo registro do investidor não residente e pelo envio de todas as informações às autoridades brasileiras. Quando esse representante for uma pessoa física ou uma empresa não financeira, o investidor deverá indicar uma instituição financeira devidamente autorizada pelo Banco Central para ser o responsável solidário pelas obrigações desse representante, devendo comunicar qualquer irregularidade que chegue a seu conhecimento.

O representante deve conhecer muito bem o investidor não residente, pois ele deve evitar a intermediação de operações que envolvam recursos oriundos de atos ilícitos, devendo adotar práticas, procedimentos e condutas a serem observados, seguidos e aplicados por seus colaboradores e dirigentes.

Representante Fiscal

Existe ainda o “Representante Fiscal”, que é responsável, perante as autoridades brasileiras, pelo cumprimento das obrigações tributárias do investidor estrangeiro. Essa função normalmente também é realizada pelo Representante Legal.

10.14.2. Custodiante

O investidor não residente, diretamente ou através do seu representante legal, deverá firmar um acordo com um custodiante local no Brasil, que deve ser uma instituição ou entidade autorizada à prestação desses serviços, e será responsável pelo controle de todos os ativos em contas segregadas, fornecendo relatórios atualizados aos investidores e às autoridades.



11

MERCADOS DE DERIVATIVOS

11. Mercados de Derivativos

11.1. Conceitos Básicos

Derivativos é o nome dado à família de mercados em que operações com liquidação futura são realizadas, tornando possível a gestão do risco de preço de diversos ativos. Quatro modalidades de contratos são negociadas nesses mercados: termo, futuro, opções e *swaps*.

A origem do termo “derivativos” está associada à ideia de que os preços desses contratos possuem estreita ligação, ou seja, derivam dos preços do ativo subjacente ao contrato.

Os derivativos, em geral, são negociados sob a forma de contratos padronizados, previamente especificados (quantidade, qualidade, prazo de liquidação e forma de cotação do ativo-objeto sobre os quais se efetuam as negociações), em mercados organizados, com o fim de proporcionar, aos agentes econômicos, oportunidades para a realização de operações que viabilizem a transferência de risco das flutuações de preços de ativos e de variáveis macroeconômicas.

É importante mencionar que as negociações com derivativos podem ocorrer no mercado de balcão ou em bolsas organizadas.

11.2. Finalidades

O mercado de derivativos é utilizado com diferentes propósitos:

<i>Hedge</i> (Proteção)
Arbitragem
Especulação

11.2.1. *Hedge*

É como um seguro de preço. Tem como objetivo proteger o valor de um ativo contra possíveis variações futuras. Uma empresa com dívida em dólar, por exemplo, pode comprar contratos futuros desta moeda, se protegendo contra perdas que poderiam ser causadas por aumento na cotação da moeda. Da mesma forma, um pecuarista pode assumir uma posição vendedora no mercado futuro, garantindo o preço de venda e se protegendo contra queda no preço da arroba do boi gordo.

Hedge é a operação realizada no mercado derivativo que visa fixar antecipadamente o preço de uma mercadoria ou ativo financeiro de forma a neutralizar o impacto de mudanças no nível de preços.

O *hedger* busca proteção contra a oscilação de preços. A principal preocupação não é obter lucro em derivativos, mas garantir o preço de compra ou de venda de determinada mercadoria em data futura. Por exemplo: o importador que tem passivo em dólares compra contratos cambiais no mercado futuro, porque teme alta acentuada da cotação dessa moeda na época em que precisará comprar dólares no mercado à vista.

11.2.2. Arbitragem

Significa tirar proveito da diferença de preços de um mesmo produto negociado em mercados diferentes. O objetivo é aproveitar as discrepâncias momentâneas que eventualmente acontecem no processo de formação de preços dos diversos ativos e mercadorias e entre vencimentos.

O arbitrador é o participante que tem como meta o lucro, mas praticamente não assume riscos. A estratégia do arbitrador é comprar no mercado em que o preço está mais barato e vender no mercado em que está mais caro, lucrando um diferencial de compra e venda praticamente imune a riscos, porque sabe exatamente por quanto irá comprar e vender. Normalmente o diferencial de preços utilizado pelo arbitrador para realizar suas operações é muito pequeno, e os lucros vêm da quantidade e do volume das operações.

As estratégias partem do pressuposto de que mercados e contratos são afetados pelas mesmas circunstâncias econômicas. Em consequência, a expectativa é de que os preços das duas (ou mais) posições oscilem em sincronia. Se, por algum motivo, os preços estiverem desalinhados ou não se moverem em conjunto, poderá surgir uma oportunidade de lucro.

À medida que os arbitradores compram no mercado A e vendem no B, aumentam a procura no mercado A (e, conseqüentemente, os preços) e a oferta no mercado B (causando queda de preços). Em determinado momento, os dois preços tendem a se equilibrar no valor intermediário entre os dois preços iniciais. O arbitrador acaba agindo exatamente como um árbitro, pois elimina as distorções de preços entre mercados diferentes.

11.2.3. Especulação

O especulador é um participante cujo propósito básico é obter lucro. Diferentemente dos hedgers, os especuladores não têm nenhuma negociação no mercado físico que necessite de proteção. Sua atuação consiste na compra e na venda de contratos futuros apenas para ganhar o diferencial entre o preço de compra e o de venda, não tendo nenhum interesse pelo ativo-objeto.

O especulador pode manter posições em aberto de um dia para o outro, por períodos mais ou menos longos, como pode, também, fazer uma aposta direcional de preços ao longo de um mesmo dia, realizando uma compra e uma venda não simultâneas para o mesmo vencimento, na mesma sessão de negociação, executando o chamado *day-trade*. Ao final daquele dia, seu resultado será a diferença apurada entre preço de venda e preço de compra.

A Importância do Especulador

O conceito de especulador tem recebido conotação muito depreciativa, talvez devido ao fato de o participante visar apenas o lucro. Todavia, a presença do especulador é fundamental no mercado futuro, pois é o único que toma riscos e assim viabiliza a outra ponta da operação do hedger, fornecendo liquidez ao mercado.

Quando os *hedgers* entram no mercado futuro, não estão propriamente eliminando o risco de variações adversas de preços e, sim, transferindo esse risco a outro participante, que frequentemente é o especulador.

Como já foi demonstrado, o arbitrador também não assume riscos. O único participante que assume risco é o especulador, que entra no mercado arriscando seu capital em busca de lucro. Dessa forma, o fato de os especuladores abrirem e encerrarem

suas posições a todo o momento faz com que o volume negociado aumente, trazendo liquidez para o mercado.

Como as posições assumidas pelos especuladores são muito arriscadas e eles não precisam do ativo-objeto, não costumam permanecer por muito tempo no mercado e dificilmente carregam suas posições até a data de liquidação do contrato. A operação de especulação mais conhecida é a *day-trade*, que consiste na abertura e no encerramento da posição no mesmo dia.

A especulação não deve ser confundida com “manipulação”, que é a compra ou venda de ativos em mercado com a finalidade de criar falsa aparência de negociação ativa e, assim, influenciar a ação dos demais investidores. A BM&FBOVESPA, assim como todas as bolsas, bem como a Comissão de Valores Mobiliários, monitoram as negociações de forma a coibir, identificar e punir a manipulação, que é sujeita a sanções administrativas e até penais.

11.3. Tipos de Mercados de Derivativos

Os mercados de derivativos são quatro: a termo, futuro, de opções e de *swap*. Alguns analistas não consideram os swaps uma modalidade de derivativo devido a sua semelhança com o mercado a termo. De uma forma bem sintética, temos:

11.3.1. Mercado a termo

Como comprador ou vendedor do contrato a termo, você se compromete a comprar ou vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro) por um preço fixado ainda na data de realização do negócio, para liquidação em data futura. Os contratos a termo somente são liquidados integralmente no vencimento. Podem ser negociados em bolsa e no mercado de balcão.

11.3.2. Mercado futuro

Deve-se entender o mercado futuro como uma evolução do mercado a termo. Você se compromete a comprar ou vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro) por um preço estipulado para a liquidação em data futura.

A definição é semelhante, tendo como principal diferença a liquidação de seus compromissos somente na data de vencimento, no caso do mercado a termo. Já no mercado futuro, os compromissos são ajustados financeiramente às expectativas do mercado referentes ao preço futuro daquele bem, por meio do ajuste diário (mecanismo que apura perdas e ganhos). Além disso, os contratos futuros são negociados somente em bolsas.

11.3.3. Mercado de opções

No mercado de opções, negocia-se o direito de comprar ou de vender um bem por um preço fixo numa data futura. Quem adquirir o direito deve pagar um prêmio ao vendedor. Este prêmio não é o preço do bem, mas apenas um valor pago para ter a opção (possibilidade) de comprar ou vender o referido bem em uma data futura por um preço previamente acordado.

O objeto de negociação pode ser um ativo financeiro ou uma mercadoria, negociados em pregão, com ampla transparência. O comprador da opção, também chamado titular, sempre terá o direito do exercício, mas não obrigação de exercê-lo. O vendedor da opção, também chamado lançador, terá a obrigação do exercício caso o titular opte por exercer seu direito.

11.3.4. Mercado de *swap*

No mercado de *swap*, negocia-se a troca de rentabilidade entre dois bens (mercadorias ou ativos financeiros). Pode-se definir o contrato de *swap* como um acordo, entre duas partes, que estabelecem a troca de fluxo de caixa tendo como base a comparação da rentabilidade entre dois bens.

Exemplo: *swap* de ouro x taxa prefixada

Se, no vencimento do contrato, a valorização do ouro for inferior à taxa prefixada negociada entre as partes, receberá a diferença a parte que comprou taxa prefixada e vendeu ouro. Se a rentabilidade do ouro for superior à taxa prefixada, receberá a diferença a parte que comprou ouro e vendeu taxa prefixada.

Você deve observar que a operação de *swap* é muito semelhante à operação a termo, uma vez que sua liquidação ocorre integralmente no vencimento.

11.4. Derivativos não Padronizados e Padronizados

Os contratos negociados em balcão, cujas especificações (como preços, quantidades, cotações e locais de entrega) são determinadas diretamente entre as partes contratantes, não são intercambiáveis.

Difícilmente o participante conseguirá transferir sua obrigação a outro, porque esse contrato foi negociado para satisfazer as necessidades específicas das partes que o celebraram, de modo que as partes ficam amarradas umas às outras até a data de vencimento do contrato.

Já os contratos padronizados e negociados em bolsa são muito líquidos porque, sendo uniformes, atendem às necessidades de todos os participantes do mercado. Tais contratos são intercambiáveis, isto é, podem ser repassados a outros participantes a qualquer momento.

No quadro comparativo abaixo, você poderá notar as diferenças dos ambientes de negociações de um derivativo não padronizado: a opção.

Tradicionalmente, as opções eram negociadas em ambiente de *over the counter* (OTC), isto é, em balcão. Os negócios eram bilaterais, sendo o risco de contrapartida (risco de inadimplência) assumido por ambas as partes. Com o surgimento dos mercados organizados de opções, na década de 1970, a câmara de compensação passou a interpor-se entre as partes e assumir esse risco.

CARACTERÍSTICAS	MERCADO DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO (OTC)	MERCADO ORGANIZADO (BOLSA)
LIQUIDAÇÃO DO CONTRATO	Estipulado a partir da necessidade das partes	Padronizado
AMBIENTE DE NEGOCIAÇÃO	Qualquer	Em ambiente comum de negociação
FIXAÇÃO DE PREÇOS	Negociação	Cotação aberta
FLUTUAÇÃO DE PREÇOS	Livre	Limites de preços (alta e baixa)

CARACTERÍSTICAS	MERCADO DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO (OTC)	MERCADO ORGANIZADO (BOLSA)
RELAÇÃO ENTRE AS PARTES	Direta	Por meio da câmara de compensação
GARANTIA	Não existe	Sempre para o vendedor
RISCO DE CONTRAPARTIDA	Assumida pelo comprador	Assumida pela câmara de compensação
LIQUIDEZ	Baixa	Ampla nos mercados consolidados

Fonte: *Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.*

O diferencial mais importante entre esses dois mercados é a existência da câmara de compensação que, ao se interpor entre os negociantes, reduz o risco de inadimplência. Nos mercados organizados de derivativos, as opções são negociadas no mesmo ambiente. Consequentemente, esses contratos têm alguns pontos em comum, como vencimento, preço de exercício, tipo de opção (*call* ou *put*).

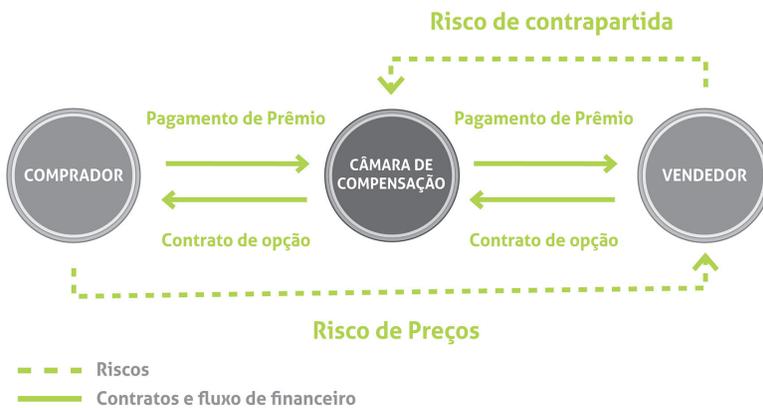
O diagrama a seguir ilustra esses tipos de ambiente de negociação e os riscos envolvidos nesses dois mercados.

Derivativos do tipo *taylor made*: derivativos nos quais as partes envolvidas podem ajustar livremente os itens do contrato. No *swap*, define-se: taxa, percentuais, valor inicial, prazo e, até mesmo, a carência para início de valorização.

Mercado de Balcão (OTC)



Mercado Organizado (Bolsa)



Fonte: Opciones Financieras, Un Enfoque Fundamental. Prosper Lamonte. Editora Macgraw-Hill, 1993, retirado de Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.

11.5. Classificação dos Derivativos

Existem três principais categorias de derivativos:

- ✓ **Derivativos agropecuários:** têm como ativo objeto *commodities* agrícolas, café, boi, milho, soja;
- ✓ **Derivativos financeiros:** têm seu valor de mercado referenciado em alguma taxa ou índice financeiro de juro, taxa de inflação, taxa de câmbio, índice de ações;
- ✓ **Derivativos de energia e climáticos:** têm como objeto de negociação energia elétrica, gás natural, créditos de carbono.

11.6. Funcionamento do Mercado

11.6.1. Abertura de Posição

Em todas as modalidades de derivativos, compradores e vendedores assumem compromissos de compra e de venda, respectivamente. Os contratos em aberto refletem a posição líquida em determinada data de todas as operações ainda não liquidadas pelo investidor, isto é, a natureza do compromisso (compra ou venda) de um participante por contrato e vencimento.

Uma posição em derivativos pode ser definida como o saldo líquido dos contratos negociados pelo mesmo contratante para a mesma data de vencimento. O participante abre uma posição quando assume uma posição comprada ou vendida em determinado vencimento que anteriormente não possuía.

Classifica-se um participante em vendido (*short*) ou comprado (*long*) de acordo com sua posição líquida em determinado vencimento. Se o número de contratos vendidos for maior que o número de contratos comprados, sua posição será vendedora (*short*); caso contrário, a posição será compradora (*long*). É importante frisar que a posição líquida é fixada para um único vencimento do mesmo contrato.

Exemplo 1

Suponha que o participante tenha comprado 30 contratos futuros de taxa de câmbio reais por dólar para vencimento em abril e vendido a mesma quantidade de contratos para maio.

Qual é sua posição líquida?

Esse participante assumiu posição comprada para abril em 30 contratos e vendida para maio em 30 contratos.

Se esse participante tivesse comprado 30 contratos de dólar para março e vendido 20 contratos de dólar para esse mesmo vencimento, qual seria sua posição líquida?

A posição líquida seria comprada em 10 contratos para março.

O encerramento da posição em derivativos ocorre por meio de uma operação de na-

tureza inversa à original (compra ou venda). Dessa forma, o participante transfere seus direitos e suas obrigações a outro participante. O quadro a seguir sintetiza os procedimentos de abertura e encerramento das posições.



Fonte: Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.

Exemplo 2

Suponha que o participante tenha assumido posição comprada em 30 contratos de Ibovespa futuro para março e que deseja encerrar sua posição antes da data do vencimento.

Como esse participante deve proceder?

O participante deve vender 30 contratos de Ibovespa para março. Sendo a posição igual ao saldo líquido do número de contratos comprados e vendidos para o mesmo vencimento, sua posição será igual a zero.

11.6.2. Liquidação de Operações

As operações com derivativos não padronizados são liquidadas diretamente entre as partes contratantes, sendo os riscos de não cumprimento das obrigações dos contratos assumidos por ambas as partes, sem o amparo de sistema de garantia que assegure o cumprimento do contrato.

As operações com derivativos padronizados são liquidadas em câmaras de compensação ligadas às bolsas ou aos sistemas de negociação cuja estrutura de garantias garante o cumprimento de todas as obrigações assumidas pelas partes.

Independentemente de a operação ser padronizada ou não, há duas formas de liquidação: financeira e física.

- ✓ **Liquidação financeira:** é feita por diferença financeira. Utilizando-se o preço

de referência, no dia de vencimento do contrato, registram-se uma venda para o comprador original e uma compra para o vendedor original. A diferença apurada é liquidada entre as partes, sem que haja entrega física do ativo negociado.

✓ **Liquidação física:** o negócio é liquidado mediante a entrega física do ativo negociado.

A liquidação física, mais comum nos mercados agropecuários e de energia, consiste na entrega física do ativo em negociação na data de vencimento do contrato. Em muitas situações, a liquidação física pode ser muito dispendiosa ou, ainda, indesejável, pois o participante pode não ter nenhum interesse pelo ativo-objeto, sendo seu único intuito a obtenção do valor do diferencial entre a compra e a venda desse ativo (especulador). Nesses casos, opta-se pela liquidação financeira.

Alguns contratos admitem ambas as formas de liquidação, mas a maior parte admite apenas a liquidação financeira. Atualmente a BM&FBOVESPA tem a maioria absoluta das liquidações na modalidade financeira.

Exemplo de liquidação por diferença financeira

Negociação de dez contratos de compra e venda a termo de café a R\$100,00/saca. O tamanho do contrato é de 100 sacas de 60kg e a cotação da saca no final da safra, de R\$90,00.

a) Qual é o resultado da operação para o comprador e para o vendedor?

Para o comprador: $10 \times (100 \times R\$90,00) - 10 \times (100 \times R\$100,00) = -R\$10.000,00$
Para o vendedor: $10 \times (100 \times R\$100,00) - 10 \times (100 \times R\$90,00) = +R\$10.000,00$

Portanto, o comprador pagaria R\$10.000,00 ao vendedor.

b) Se a cotação (preço de referência) no mercado à vista fosse de R\$110,00, qual seria o resultado?

Para o comprador: $10 \times (100 \times R\$110,00) - 10 \times (100 \times R\$100,00) = +R\$10.000,00$
Para o vendedor: $10 \times (100 \times R\$100,00) - 10 \times (100 \times R\$110,00) = -R\$10.000,00$

Portanto, o vendedor pagará R\$10.000,00 ao comprador.

11.7. Benefícios na Utilização de Derivativos

Derivativos agrícolas

O mercado de derivativos responde a uma necessidade genuína da comercialização de determinadas mercadorias. Por exemplo, nos Estados Unidos, a colheita de trigo é realizada apenas durante algumas semanas, enquanto o consumo do cereal ocorre o ano todo. Então, alguém precisa carregar a mercadoria, até que seja consumida por inteiro, arcando com os custos de aquisição, armazenagem e transporte, e sujeitando-se aos riscos das variações de preço.

Somente o mercado de derivativos pode oferecer ao agricultor (que pretende vender sua produção, assim que efetuar a colheita, pelo melhor preço) e ao processador ou usuário do produto (que espera comprar o produto no decurso do ano, pelo melhor preço) os meios de garantir sua necessidade de fixação de preço, por meio de operações de *hedging*.

O mercado de derivativos possibilita mecanismos eficientes para que os especuladores forneçam o capital indispensável à absorção das mudanças nos níveis de preços das mercadorias. Embora as alterações nos preços futuros das mercadorias sejam rápidas e contínuas, a interação permanente de compradores e vendedores, em um mercado competitivo e aberto, estabelece velozmente quanto cada mercadoria vale, a todo o momento. Como os preços são disseminados instantaneamente para a sociedade, o menor usuário do mercado sabe tanto quanto seu maior concorrente qual o valor exato da mercadoria que pretende vender ou comprar.

O custo da mercadoria para o público diminui. O *hedge* permite ao produtor e ao processador da mercadoria operar com custos mais baixos. Esse ganho operacional, na maioria das vezes, é repassado ao consumidor.

O custo de financiamento dos estoques cai. As instituições financeiras preferem financiar estoques a taxas menores a quem faz *hedge*.

Derivativos financeiros

A principal aplicação dos derivativos financeiros diz respeito à possibilidade de proteção (*hedge*). Empresas que tenham contratos de exportação, importação ou que, de alguma forma, possuam créditos a receber ou obrigações a cumprir em moedas estrangeiras podem se proteger contra variações adversas na moeda que

impactem negativamente seus ativos e passivos.

A mesma situação ocorre com empresas que estejam sujeitas às taxas de juro internacionais ou que queiram se proteger da volatilidade dessas taxas. Investidores individuais e fundos de investimento financeiro, possuidores de carteiras de ações, podem utilizar os derivativos de índice de ações para proteger o valor de suas carteiras diante das oscilações de preço das ações.

Os derivativos também podem ser utilizados para investimento. Sobre isso, é bom lembrar que os derivativos são ativos de renda variável e devem ser considerados como investimentos de risco.

Gerenciamento de Riscos

A partir dos conceitos definidos, pode-se concluir que derivativos são instrumentos financeiros utilizados, em essência, para gerenciar riscos, uma vez que seu valor depende de outros ativos aos quais se referem. Como já visto, os derivativos podem ser utilizados de quatro formas: como mecanismo de proteção, elevação de rentabilidade (alavancagem), especulação e arbitragem.

Essas quatro formas de utilização se confundem, pois não é muito fácil distinguir as fronteiras que as separam. Com o avanço das comunicações, o crescimento das relações comerciais e a globalização, o capital adquiriu grande mobilidade e os derivativos, sem dúvida, tornaram-se importantes veículos para o aumento da eficiência em uma economia altamente competitiva em âmbito mundial.

Principais diferenças entre as modalidades de derivativos

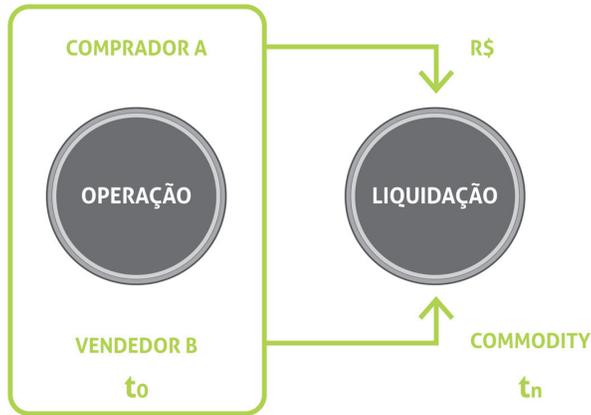
CARACTERÍSTICAS	MERCADO A TERMO	MERCADO FUTURO	MERCADO DE OPÇÕES	MERCADO DE SWAP
ONDE SE NEGOCIA	Balcão ou bolsa	Somente bolsa	Balcão ou bolsa	Balcão ou bolsa
O QUE SE NEGOCIA	Compromisso de comprar ou vender um bem por preço fixado em data futura	Compromisso de comprar ou vender um bem por preço fixado em data futura	Os compradores adquirem o direito de comprar ou de vender por preço fixo em data futura	Compromisso de troca de um bem por outro. Trocam-se fluxos financeiros
POSIÇÕES	Ausência de intercambialidade	Intercambialidade	Intercambialidade	Ausência de intercambialidade
LIQUIDAÇÃO	A estrutura mais comum é a liquidação somente no vencimento. Há contratos em que o comprador pode antecipar a liquidação	Presença de ajuste diário. Compradores e vendedores têm suas posições ajustadas financeiramente todos os dias, com base no preço de fechamento da bolsa	Liquidam-se os prêmios na contratação da operação. No vencimento, apura-se o valor da liquidação a partir do exercício do direito dos compradores	Somente no vencimento ou antecipadamente, com a concordância das partes

Fonte: *Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.*

11.8. Mercado a termo

O contrato a termo foi a primeira modalidade de derivativo conhecida pela sociedade. Aqueles contratos, ainda primitivos, já apresentavam o conceito básico das negociações a futuro – contrate agora e acerte o pagamento depois. Atualmente, os contratos a termo são negociados sobre mercadorias, ações, moedas, títulos públicos, dentre outros. A seguir, são apresentadas suas características e aplicações.

Como comprador ou vendedor de um contrato a termo, você se compromete a comprar ou vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro) por um preço fixado, ainda na data de realização do negócio, para liquidação em data futura. No mercado a termo, as partes se obrigam a liquidar, em uma data definida entre elas, no futuro, a operação combinada no presente.



No vencimento (t_n), o vendedor entrega a commodity negociada, conforme definido no contrato, e o comprador paga o valor combinado em t_0 . Note que a mercadoria não troca de mãos até a chegada da data de entrega acertada entre as partes.

Observe que:

- ✓ t_0 é o momento atual no qual se desenvolve a negociação a termo;
- ✓ t_n é a data do vencimento, data em que as partes estão obrigadas a cumprir o contrato;
- ✓ **Comprador** é quem se obriga a pagar, em t_n , o preço negociado no presente, nas condições definidas pelo contrato a termo;
- ✓ **Vendedor** é quem se obriga a entregar o(s) produto(s) no vencimento do contrato, nas condições nele determinadas;
- ✓ **Operação** é o ato de negociação em que as partes definem os itens do contrato (quantidade, qualidade, condições de entrega e de liquidação financeira). O preço da operação é resultado da barganha entre compradores e vendedores.

Características Importantes do Mercado a Termo

- ✓ **Negociação:** os contratos a termo podem ser encontrados em bolsa, mas são mais comumente negociados no mercado de balcão (contratos bilaterais negociados fora das bolsas).

✓ **Ausência de mobilidade de posições:** em geral, os contratos a termo são liquidados integralmente no vencimento, não havendo possibilidade de sair da posição antes disso. Essa característica impede o repasse do compromisso a outro participante. Em alguns contratos a termo negociados em bolsa, a liquidação da operação a termo pode ser antecipada pela vontade do comprador.

Entre os principais contratos a termo negociados no mercado internacional e no Brasil, destacam-se os de moedas. Numa operação desse tipo, dois agentes acertam, na data zero, a cotação pela qual liquidarão a operação de câmbio entre duas moedas, na data do vencimento do contrato.

Na BM&FBOVESPA podem ser realizadas operações a termo de ações, de ouro e com títulos do Tesouro Nacional. Também podem ser registradas negociações no mercado de balcão com contratos a termo de metais e de moedas.

As operações a termo recebem a denominação NDF (*Non Deliverable Forward*) quando, no dia do vencimento, as partes somente liquidam a diferença entre o preço negociado no contrato a termo e o observado, nesse dia, no mercado à vista.

Exemplos de Utilização

Para que você possa entender as aplicações e as funcionalidades do mercado a termo, utiliza-se o exemplo de um cafeicultor e de um torrefador de café.

Imagine a situação do cafeicultor ainda no início da produção. Ele não tem nenhuma garantia do preço que poderá ser praticado ao final da safra. Examine duas hipóteses possíveis:

Hipótese A: as condições climáticas favoreceram muito o cultivo de café. Além disso, houve superprodução no período. O excesso de oferta levará à queda acentuada de preços de venda, reduzindo a margem de lucro do produtor. Algumas vezes, o valor de venda é insuficiente para cobrir os custos de produção. Nesse caso, o produtor pode preferir destruir o café a colocá-lo no mercado, pois minimizará seus custos com armazenagem e transporte e, ao mesmo tempo, conterà a pressão da oferta.

Hipótese B: registrou-se a ocorrência de pragas, geadas ou outras intempéries que dificultaram o cultivo de café, provocando escassez da mercadoria. Neste caso, haverá alta nos preços do café e o produtor conseguirá vender sua produção por preço mais

elevado do que imaginava anteriormente.

Imagine agora a situação em que o torrefador compra o café do produtor e vende ao consumidor final. Ele também não sabe por qual preço poderá negociar o café no final da safra, pois, no caso da hipótese B, os preços podem elevar-se drasticamente e atingir nível superior ao que sua atividade lhe permite.

Você já percebeu que, neste exemplo, o cafeicultor correrá o risco de queda acentuada nos preços, enquanto o torrefador correrá o risco de alta nos preços do café no mercado à vista.

Agora que você entendeu a natureza do risco de cada participante do exemplo, monta-se uma operação a termo de maneira a eliminar os riscos associados às atividades de cada um. Para eliminar os riscos de variações adversas de preço, o cafeicultor e o torrefador podem realizar uma operação a termo, tendo como base os pressupostos do exemplo a seguir.

Suponha que, pelo preço de R\$100,00/saca de 60kg, o cafeicultor consiga pagar todos os custos de produção e ainda obter lucro razoável em sua atividade. Considere também que R\$100,00 seja o preço máximo que o torrefador poderá pagar para auferir lucro e não ter prejuízo em sua atividade.

Para ambos, R\$100,00 é um preço de negociação razoável. Logo, poderão firmar um compromisso de compra e venda em que o produtor se compromete a vender o café por esse preço no final da safra e o torrefador se compromete a adquiri-lo pelo mesmo preço na data predeterminada.

Observe que, independentemente do resultado da safra e dos preços estabelecidos no mercado à vista no período da entrega, ambos terão seus preços de compra e de venda travados em R\$100,00/saca.

Resultados da operação

Hipótese A: safra recorde e conseqüente queda nos preços. Suponha que o preço estabelecido no final da safra seja de R\$90,00/saca. O produtor obterá êxito nessa operação, pois conseguirá vender sua produção por R\$100,00, preço superior ao estabelecido pelo mercado (R\$90,00). Os custos de produção serão cobertos e a lucratividade, garantida.

O torrefador pagará preço mais alto do que o estabelecido pelo mercado a vista, mas que

ainda lhe convém, posto que R\$100,00 é preço que considera razoável para sua atividade.

Hipótese B: escassez de café no mercado e consequente alta nos preços. Suponha que o preço estabelecido pelo mercado à vista no final da safra seja de R\$120,00/saca.

Neste caso, quem obterá êxito será o torrefador, que comprará por R\$100,00 uma mercadoria cujo valor de mercado é de R\$120,00. O produtor venderá a mercadoria ao torrefador por preço inferior ao estabelecido pelo mercado, mas que cobre todos os seus custos de produção e garante lucratividade razoável para sua atividade.

Conclusão

Tanto para o comprador como para o vendedor no mercado a termo, e em ambas as situações (alta ou queda de preços), o prejuízo não será visto propriamente como prejuízo e, sim, como algo que se deixou de ganhar, como um prêmio de seguro.

No exemplo, pelo preço de R\$100,00/saca, o cafeicultor e o torrefador tinham seus custos cobertos e a lucratividade garantida. Quando o participante entra no mercado com a finalidade de obter proteção, abre mão de possível ganho para não incorrer em prejuízo efetivo.

Os participantes do mercado preferem os contratos futuros, dadas algumas dificuldades apresentadas pelos contratos a termo, dentre elas:

- ✓ **Impossibilidade de recompra e revenda.** Os contratos a termo não oferecem a possibilidade de intercambialidade de posições, isto é, nenhuma das partes consegue encerrar sua posição antes da data de liquidação, repassando seu compromisso a outro participante;
- ✓ **Risco de inadimplência e de não cumprimento do contrato.** Os contratos a termo exigem garantias mais altas do que as que são exigidas para os futuros.

Com objetivo de aprimorar os negócios para liquidação futura e sanar os problemas mencionados, surgiu o mercado futuro, cuja sistemática será apresentada no próximo tópico.

Além de ser um importante instrumento para a gestão do risco de mercado, os contratos a termo frequentemente são utilizados em operações financeiras assemelhadas a operações de renda fixa. Por meio da negociação de contratos a termo, simulta-

neamente com o ativo-objeto desse contrato, as partes promovem a troca de fluxos financeiros no momento da negociação e quando da liquidação. O valor da diferença desses fluxos, conhecido desde o início da operação, constitui os juros da transação (aplicação ou captação de recursos).

No mercado de ações, operações a termo são bastante frequentes, admitindo diversas modalidades: comum (em reais); em dólares ou em pontos (naqueles em que o preço a termo é indexado) e flexível (quando se admite a troca do ativo objeto depositado em garantia).

O comprador a termo usualmente vende ações que estavam em sua carteira para aplicar o resultado da venda em papéis de renda fixa (ou em outros ativos de risco). No vencimento, resgata sua aplicação original e reconstitui sua posição em ações liquidando a operação a termo (comprando as ações). Já o vendedor a termo, quando faz uma operação financeira, geralmente toma dinheiro emprestado para comprar ações no mercado a vista e usá-las como garantia em vendas a termo. No vencimento, com o dinheiro da venda de ações paga o empréstimo inicial. Em ambos os casos, os agentes têm condições de precisar o resultado final da estratégia em termos de taxa de juro. Há muitas variantes dessas operações envolvendo empréstimo de ações e liquidações antecipadas, todas realizadas dentro dos parâmetros (de prazos, preços e tipos de ativos) admitidos pela bolsa.

11.9. Mercado futuro

Há duas coisas muito importantes para entender o funcionamento do mercado futuro:

- ✓ O mercado futuro é uma evolução do mercado a termo;
- ✓ Os contratos futuros são negociados somente em bolsa.

Tal como no contrato a termo, você se compromete a comprar ou a vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro), por um preço estipulado, para liquidação em data futura. A principal diferença é que, no mercado a termo, os compromissos são liquidados integralmente nas datas de vencimento; no mercado futuro, esses compromissos são ajustados financeiramente às expectativas do mercado acerca do preço futuro daquele bem, por meio do procedimento de ajuste diário (que apura perdas e ganhos).

O mecanismo de funcionamento do mercado futuro imprimiu característica importante na negociação para liquidação futura: a competitividade. A homogeneidade dos produtos, a transparência e a velocidade das informações e a livre mobilidade de recursos permitem que os preços se ajustem conforme as leis de mercado, ou seja, de acordo com as pressões de oferta e procura. Como os participantes podem entrar e sair do mercado a qualquer momento, os futuros tornaram-se muito importantes para as economias em face de sua liquidez.

Padronização dos contratos

Contratos padronizados são contratos que possuem estrutura previamente padronizada por regulamentação de bolsa, estabelecendo todas as características do produto negociado, como data de vencimento, tipo de liquidação e outras.

A padronização dos contratos é condição imprescindível para que a negociação possa ser realizada em bolsa. Imagine um pregão no qual cada um dos participantes negociasse determinado tipo de boi ou café com cotações e unidades de negociação diferentes. A negociação de pregão seria impraticável. Graças à padronização, os produtos em negociação se tornam completamente homogêneos, tornando indiferente quem está comprando ou vendendo a mercadoria. Todas as condições sob as quais os ativos serão transferidos de uma contraparte para outra são estabelecidas por meio das especificações do contrato, definidas pela bolsa. Apenas dois itens podem variar na BM&FBOVESPA: o número de contratos ofertados e o preço negociado entre as partes.

Os contratos padronizados por regulamentação de bolsa são muito mais líquidos, pois, sendo uniformes, atendem da melhor forma às necessidades de um maior número de participantes do mercado. Assim, nenhum participante precisa carregar sua posição até a data de vencimento, podendo encerrar sua posição a qualquer momento, desde a abertura do contrato até a data de vencimento. Esse encerramento é feito por meio de uma operação inversa à original, que é o mesmo que transferir sua obrigação a outro participante.

Novos tipos de contratos futuros

Diversas *commodities* e ativos financeiros servem como base para contratos futuros. Verifica-se, no entanto, que muitas outras *commodities* ou ativos financeiros não têm contratos futuros. Você poderia, por exemplo, questionar a razão pela qual produtos como arroz e feijão não possuem contratos futuros.

Não existem fórmulas precisas para indicar quais commodities ou ativos financeiros podem ou não ter contratos futuros negociados. Na verdade, as bolsas têm maior interesse em ter um maior número de contratos futuros negociados.

O grande problema, no entanto, não está em desenhar ou lançar novos contratos. O problema é se há interessados em negociá-los, com a frequência e o volume que lhes deem um mínimo de liquidez. Estima-se, com base na experiência de bolsas no mundo inteiro que, de cada dez novos contratos lançados, apenas um tem êxito.

Principais Características dos Contratos Futuros

- ✓ **Objeto de negociação:** é a descrição do ativo cuja oscilação de preços está em negociação. Exemplo: café, dólar, boi.
- ✓ **Cotação:** é a unidade de valor atribuída a cada unidade física da mercadoria em negociação. Exemplo: reais por saca, reais por dólares.
- ✓ **Unidade de negociação:** é o tamanho do contrato. Exemplo: o tamanho do contrato de café é de 100 sacas de 60kg, o do dólar é de US\$50.000,00.
- ✓ **Meses de vencimento:** meses em que serão liquidados os contratos.
- ✓ **Liquidação:** forma pela qual o contrato será liquidado.

11.9.1. Ajuste Diário

É o mecanismo de equalização de todas as posições no mercado futuro, com base no preço de compensação do dia, resultando na movimentação diária de débitos e créditos nas contas dos clientes, de acordo com a variação negativa ou positiva no valor das posições por eles mantidas.

Assim, os participantes recebem seus lucros e pagam seus prejuízos de modo que o risco assumido pela câmara de compensação das bolsas se dilua diariamente até o vencimento do contrato. O ajuste diário é uma das grandes diferenças entre os mercados futuro e a termo. Neste, há um único ajuste na data de vencimento, de maneira que toda a perda se acumula para o último dia. Logo, o risco de não cumprimento do contrato é muito maior do que nos mercados futuros, em que os prejuízos são acertados diariamente. O mecanismo de ajuste diário será mais bem ilustrado adiante, com exemplos de operações no mercado futuro.

O ajuste diário no mercado futuro corresponde ao mecanismo por meio do qual as posições mantidas em aberto pelos clientes são acertadas financeiramente todos os dias, segundo o **preço de ajuste** do dia. Trata-se da diferença diária que a parte vendedora recebe da parte compradora quando o preço no mercado futuro cai, e paga quando o preço sobe. Esse mecanismo implica a existência de um fluxo diário de perdas ou ganhos na conta de cada cliente de forma que, ao final do contrato, todas as diferenças já tenham sido pagas. Contribui, assim, para a segurança das negociações, já que, a cada dia, as posições dos agentes são niveladas.

- ✓ **Preço de ajuste:** cotação apurada diariamente pela bolsa, segundo critérios preestabelecidos, utilizada para o ajuste diário das posições no mercado futuro. Em geral, o preço de ajuste é determinado no **call de fechamento**.
- ✓ **Call de fechamento:** representa alternativa de definir o preço de ajuste com base no último preço praticado (no fechamento) do mercado. A concentração de operações no *call* facilita a obtenção de preço representativo e visível ao mercado. Além do *call* de fechamento, alguns mercados realizam outros *calls*, na abertura ou no meio da sessão.

O ajuste diário é uma das grandes diferenças entre os mercados futuros e a termo. Nesse último, há um único “ajuste” na data do vencimento. Dessa forma, toda a perda acumula-se para o último dia. Com isso, o risco de não cumprimento do contrato é muito maior do que no mercado futuro, no qual os prejuízos são acertados diariamente.

A bolsa pode usar a margem de garantia para pagar o ajuste diário?

A margem de garantia não substitui o ajuste diário. Porém, se o cliente não pagar o ajuste diário, ele ficará inadimplente e a bolsa executará suas garantias.

E se o cliente não pagar um ajuste diário?

A pedido do participante intermediador interveniente, a bolsa o declara inadimplente, executa suas garantias e proíbe que ele opere em seus mercados até saldar suas dívidas. Para resguardar outros participantes e os próprios intermediadores, a bolsa inclui o nome da pessoa (física ou jurídica) em uma lista de inadimplentes distribuída para todos os participantes do mercado.

11.9.2. Liquidação por Inadimplência

Caso o pagamento do ajuste diário negativo devido não seja efetuado, a BOVESPA intervém, utilizando a margem depositada em garantia para saldar o prejuízo e encerrar a posição inadimplente, de forma a evitar o risco de acumulação de perdas que possam afetar a segurança do mercado.

A liquidação compulsória da posição do cliente devedor junto ao mercado aciona uma estrutura de salvaguardas que compreende, sucessivamente, e caso necessário, a execução de garantias prestadas:

- ✓ Pelo cliente inadimplente;
- ✓ Pela corretora através da qual ele operou; e
- ✓ Pelo membro da compensação que liquida para essa corretora.

Caso estas garantias sejam insuficientes, atinge o patrimônio:

- ✓ Do fundo especial dos membros de compensação;
- ✓ Do fundo de liquidação de operações; e
- ✓ Da própria BM&BOVESPA.

É importante destacar que a bolsa não assume a posição do cliente inadimplente, mas simplesmente encerra a posição compulsoriamente, assinalando o fracasso da estratégia originalmente estabelecida pelo investidor.

11.9.3. Margem de Garantia

É um dos elementos fundamentais da dinâmica operacional dos mercados futuros, pois assegura o cumprimento das obrigações assumidas pelos participantes. Você aprendeu que os preços futuros são influenciados pelas expectativas de oferta e demanda das mercadorias e de seus substitutos e complementares. Tais expectativas alteram-se a cada nova informação, permitindo que o preço negociado em data presente para determinado vencimento no futuro varie para cima ou para baixo diariamente.

Para mitigar o risco de não cumprimento do contrato futuro gerado por eventual di-

ferença entre o preço futuro negociado previamente e o preço à vista no vencimento do contrato, os mercados futuros desenvolveram o mecanismo do ajuste diário, em que vendedores e compradores acertam a diferença entre o preço futuro anterior e o atual, de acordo com elevações ou quedas no preço futuro da mercadoria. A margem de garantia requerida pela câmara de compensação é necessária para a cobertura do compromisso assumido pelos participantes no mercado futuro. Para que você entenda o conceito de ajuste diário, toma-se como exemplo uma posição vendida no mercado futuro de dólar.

Exemplo

Considere um exportador que irá receber, em março, a quantia de US\$30.000,00 e que acredita em possível baixa da moeda norte-americana. Com o intuito de não ficar exposto a essa variação cambial até o vencimento, vende minicontratos futuros em uma bolsa qualquer. Do lado do importador, a operação seria exatamente inversa à do exportador (compra).

A operação ocorre da seguinte maneira:

- ✓ Tamanho do minicontrato: US\$5.000,00;
- ✓ Número de contratos: 6 contratos (US\$30.000,00/US\$5.000,00);
- ✓ Taxa de câmbio de abertura de posição no mercado futuro: R\$2.622/US\$1.000;
- ✓ Taxa de câmbio de ajuste do dia em que a operação foi realizada: R\$2,621/dólar;
- ✓ Suposição da taxa de câmbio no mercado a vista no dia do vencimento igual a R\$2,400/dólar.

DATA	VENDEDOR		COTAÇÃO DE AJUSTE	COMPRADOR	
	AJUSTE	SALDO		AJUSTE	SALDO
D + 0			2.621		
D + 1	30,00	30,00	2.605	(30,00)	(30,00)
D + 2	480,00	510,00	2.593	(480,00)	(510,00)
D + 3	360,00	870,00	2.579	(360,00)	(870,00)
D + 4	420,00	1.290,00	2.591	(420,00)	(1.290,00)
D + 5	(360,00)	930,00	2.629	360,00	(930,00)
D + 6	(1.140,00)	(210,00)	2.624	1.140,00	210,00
D + 7	150,00	(60,00)	2.586	(150,00)	60,00
D + 8	1.140,00	1.080,00	2.574	(1.140,00)	(1.080,00)
D + 9	360,00	1.440,00	2.546	(360,00)	(1.440,00)
D + 10	840,00	2.280,00	2.528	(840,00)	(2.280,00)
D + n	60,00	6.660,00	2.400	(60,00)	(6.660,00)

Fonte: *Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.*

No vencimento do contrato (D+n), o resultado líquido da operação foi de R\$6.600,00.

Análise do resultado no caso do exportador:

Resultado no mercado futuro

$$(R\$2,622/\text{dólar} - R\$2,400/\text{dólar}) \times \text{US}\$5.000,00 \times 6 = R\$6.660,00$$

Resultado da exportação

$$R\$2,400/\text{dólar} \times \text{US}\$30.000,00 = R\$72.000,00$$

Resultado geral

$$R\$6.660,00 + R\$72.000,00 = R\$78.660,00$$

Taxa de câmbio da operação

$$\text{R\$}78.660,00/\text{US\$}30.000,00 = \text{R\$}2,622/\text{dólar}$$

Caso ocorresse alta na taxa cambial, o resultado do mercado futuro para o exportador seria negativo e, ao mesmo tempo, o resultado da exportação seria maior. No entanto, o resultado geral seria o mesmo, mantendo, assim, a taxa de câmbio da operação. O inverso ocorreria para o importador. Portanto, para ambas as partes, as cotações do dólar foram prefixadas, contendo perdas de preço em suas operações comerciais.

11.9.4. O Papel das Câmaras de Compensação

Como visto, um dos principais motivos pelo qual os contratos futuros somente são negociados em bolsa é a necessidade de controle e de garantias. É neste ponto que se destaca a importância da câmara de compensação, ou *clearing house*, no cumprimento das obrigações assumidas pelos participantes, pois ela se torna compradora de todos os vendedores e vendedora de todos os compradores, controlando as posições em aberto de todos os participantes e realizando a liquidação de todas as operações.

Esse sistema de liquidação diária e de garantias não só permite que os *hedgers* utilizem os mercados futuros com eficiência, mas também que outros investidores com objetivos distintos, como especuladores e arbitradores, participem desse mercado por meio de grande variedade de estratégias operacionais. Com a atividade das *clearing*:

- ✓ Desenvolveu-se um sistema de garantias adequado, formando mercado seguro a seus participantes. Todas as transações são registradas e as entregas da *commodity* dos vendedores para os compradores e o pagamento destes passaram a ser documentados e supervisionados pela *Clearing*;
- ✓ A liquidação financeira dos contratos futuros foi facilitada, já que estes eram padronizados e podiam ser trocados facilmente. Se, como consequência de sucessivas operações, um participante é, simultaneamente, comprador e vendedor, sua posição na câmara de compensação é liquidada. As contrapartes de cada um desses negócios mantêm seus direitos e suas obrigações originais. A vantagem adicional é que se tornou possível a entrada no mercado de pessoas que não têm interesse de entregar ou de receber a *commodity*. Ou seja, viabilizou a participação de especuladores e investidores, aumentando a liquidez das operações.
- ✓ Cada transação possui uma terceira parte, pois a *Clearing* passa a ser o com-

prador para cada vendedor e o vendedor para cada comprador. Na realidade, o vendedor vende para a câmara de compensação e o comprador compra da mesma câmara. Isso assegura a integridade dos negócios realizados.

11.10. Mercado de opções

Atualmente, há opções negociadas sobre uma infinidade de ativos e bens, como ações de uma empresa, índices de preços, contratos futuros, títulos do Tesouro e mercadorias. As opções são negociadas tanto em bolsa quanto no balcão.

Pode-se definir opção como o direito de comprar ou de vender certa quantidade de um bem ou ativo, por preço determinado, para exercê-lo em data futura prefixada. Devido a sua relativa complexidade, o mercado de opções apresenta vocabulário todo particular, que visa representar as características de cada opção. Por esse motivo, você deve conhecer alguns termos importantes:

- ✓ **Ativo-objeto:** é o bem, mercadoria ou ativo que se está negociando;
- ✓ **Titular:** é o comprador da opção, aquele que adquire os direitos de comprar ou de vender a opção;
- ✓ **Lançador:** é o vendedor da opção, aquele que cede os direitos ao titular, assumindo a obrigação de comprar ou de vender o objeto da opção;
- ✓ **Prêmio:** é o valor pago pelo titular ao lançador da opção para ter direito de comprar ou de vender o objeto da opção;
- ✓ **Preço de exercício:** preço pelo qual o titular pode exercer seu direito;
- ✓ **Data de exercício:** último dia no qual o titular pode exercer seu direito de comprar ou de vender, conhecido como data de vencimento da opção.

11.10.1. Tipos de Opções

- ✓ **Opção de compra (ou *call*):** o titular/comprador adquire o direito de comprar o ativo-objeto do contrato, mas não a obrigação, por preço fixo (preço de

exercício), em data futura acordada pelas partes (data de exercício ou vencimento). Para obter o direito de comprar, paga ao lançador/vendedor um valor chamado de prêmio.

✓ **Opção de venda (ou *put*):** o titular adquire o direito de vender o objeto do contrato, mas não a obrigação, por preço fixo (preço de exercício), em data futura acordada pelas partes (data de exercício ou de vencimento). Para ceder o direito de venda ao titular/comprador, o lançador/vendedor recebe um valor chamado de prêmio.

POSIÇÃO	CALL	PUT
Titular / comprador	Direito, mas não a obrigação, de comprar	Direito, mas não a obrigação, de vender
Lançador / vendedor	Obrigação de vender	Obrigação de comprar

Fonte: *Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.*

11.10.2. Classificações

Quanto ao Modelo

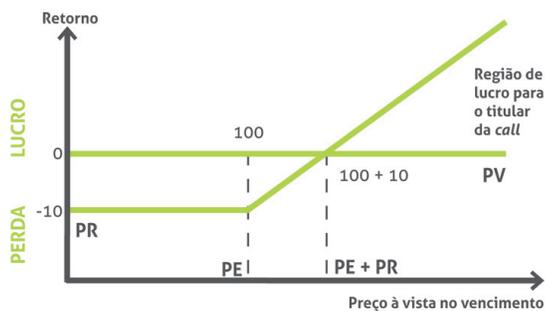
- ✓ **Modelo americano:** a opção pode ser exercida a qualquer momento, até a data de vencimento acordada entre as partes.
- ✓ **Modelo europeu:** a opção somente pode ser exercida na data de vencimento acordada entre as partes.
- ✓ **Modelo asiático:** quando o direito se refere a uma média de preços durante certo período. Por exemplo: um banco pode vender a uma empresa importadora o direito de comprar dólares a um preço médio observado em um determinado período (ou em um número preestabelecido de operações de câmbio).

Quanto ao Objeto

- ✓ **Opção sobre mercadoria a vista ou disponível:** quando o objeto da opção é um ativo ou uma mercadoria negociada no mercado a vista.
- ✓ **Opção sobre contrato futuro:** quando o objeto da opção é o contrato futuro.
- ✓ **Opção sobre contrato a termo:** quando o objeto da opção é um contrato a termo.

11.10.3. Titulares e Lançadores

Titular de Opção de Compra



PV = preço à vista; PR = prêmio da opção; PE = preço de exercício da opção

Resultado do exercício para o titular da call			
PV	PE	Prêmio	Lucros e perdas
90	100	-10	-10
95	100	-10	-10
100	100	-10	-10
105	100	-10	-5
110	100	-10	0
115	100	-10	5
120	100	-10	10
125	100	-10	15

Fonte: *Série Introdutória – Mercados de Derivativos* – BM&F.

O titular acredita que o preço a vista do ativo-objeto (PV) vai subir e que, na data de vencimento, será maior que o preço de exercício (PE) mais o prêmio pago. Caso isso ocorra, exercerá seu direito de comprá-lo pelo preço de exercício, quando poderá vendê-lo por preço maior no mercado à vista, obtendo lucro na operação.

Observe que, se o preço à vista atingir 125, exercerá seu direito de comprar por 100 e venderá o ativo-objeto no mercado à vista por 125, obtendo lucro de 25 (125 – 100). Como ele gastou 10 com o prêmio, seu lucro líquido será de 15.

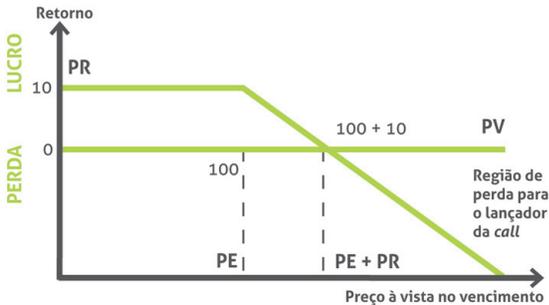
Quando se deve usar esse tipo de operação?

Quando você acreditar no movimento de alta de preços, pois a posição em opção de compra representa uma posição altista.

Quais são suas características?

Essa operação apresenta prejuízo limitado ao prêmio pago pelo titular da opção, ou seja, seu risco está limitado ao prêmio da opção. Os lucros, porém, são ilimitados, uma vez que, quanto mais o preço a vista (PV) subir além do nível determinado por PE + prêmio, maior será o ganho do titular da opção.

Lançador De Opção De Compra



PV = preço à vista; PR = prêmio da opção; PE = preço de exercício da opção

Resultado do exercício para o lançador da call			
PV	PE	Prêmio	Lucros e perdas
90	100	-10	10
95	100	-10	10
100	100	-10	10
105	100	-10	5
110	100	-10	0
115	100	-10	-5
120	100	-10	-10
125	100	-10	-15

Fonte: *Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.*

A expectativa do vendedor, evidentemente, é oposta à do comprador. O vendedor acredita que o preço à vista do ativo-objeto (PV) não vai subir e que, na data de vencimento, não será maior que o preço de exercício (PE) mais o prêmio (PR). Caso isso ocorra, ele ficará com o valor do prêmio pago pelo comprador da opção. Por outro lado, se o preço à vista subir e alcançar valores maiores que PE + PR, o vendedor poderá ser exercido.

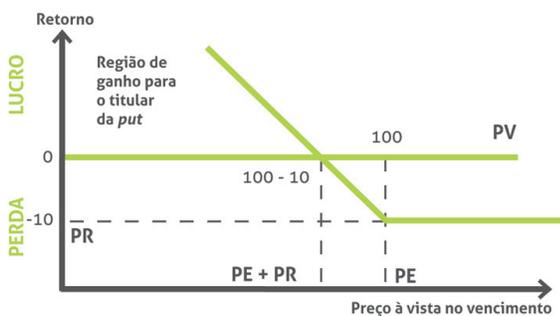
Quando se deve usar esse tipo de operação?

Quando a expectativa for de queda para os preços do ativo-objeto, pois esta é uma posição baixista.

Quais são suas características?

Essa operação tem prejuízo ilimitado para o lançador. Quanto mais o preço à vista subir para além do nível determinado por PE + prêmio, maior será a perda para o lançador da opção.

Titular De Opção De Venda



PV = preço à vista; PR = prêmio da opção; PE = preço de exercício da opção

Resultado do exercício para o titular da put			
PV	PE	Prêmio	Lucros e perdas
50	100	-10	40
60	100	-10	30
70	100	-10	20
80	100	-10	10
90	100	-10	0
100	100	-10	-10
110	100	-10	-10
120	100	-10	-10

Fonte: *Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.*

O comprador da put acredita que o preço à vista do ativo-objeto (PV) vai cair e que, na data de vencimento, será menor que o preço de exercício (PE) menos o prêmio pago (PR). Caso isso ocorra, exercerá seu direito de vender pelo preço de exercício e recomprará o ativo-objeto pelo preço menor no mercado à vista, obtendo lucro na operação.

Observe que, se o preço à vista atingir 50, exercerá seu direito de vender o ativo-objeto por 100 e o recomprará no mercado à vista por 50, obtendo lucro de 50 ($100 - 50$). Como ele gastou 10 com o prêmio, seu lucro líquido será de 40.

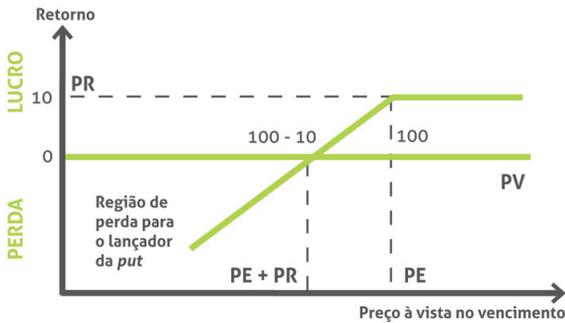
Quando se deve usar esse tipo de operação?

Quando a expectativa for de queda para os preços do ativo-objeto, pois esta é também uma posição baixista.

Quais são suas características?

Essa operação apresenta prejuízo limitado ao prêmio pago pelo titular da opção, ou seja, seu risco está limitado ao prêmio da opção. Os lucros, contudo, são ilimitados, uma vez que, quanto mais o preço a vista (PV) cair além do nível determinado por $PE - \text{prêmio}$, maior será o ganho do titular da opção.

Lançador De Opção De Venda



PV = preço à vista; PR = prêmio da opção; PE = preço de exercício da opção

Resultado do exercício para o lançador da put			
PV	PE	Prêmio	Lucros e perdas
50	100	-10	-40
60	100	-10	-30
70	100	-10	20
80	100	-10	10
90	100	-10	0
100	100	-10	10
110	100	-10	10
120	100	-10	10

Fonte: *Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.*

O lançador da *put* acredita que o preço à vista do ativo-objeto (PV) vai subir e que, na data de vencimento, será maior que o preço de exercício (PE) menos o prêmio (PR). Caso isso ocorra, ficará com o valor do prêmio pago pelo comprador da opção. Por outro lado, se o preço à vista cair e alcançar valores menores que o PR, poderá ser exercido.

Quando se deve usar esse tipo de operação?

Quando a expectativa for de elevação ou estabilidade para os preços do ativo-objeto, pois esta é uma posição altista.

Quais são suas características?

Essa operação apresenta prejuízo ilimitado para o lançador. Quanto mais o preço à vista cair para níveis inferiores a PE – prêmio, maior será a perda para o lançador da opção. Seu lucro é limitado ao prêmio recebido do titular da opção.

11.11. Swap

Swap consiste em um acordo entre duas partes para troca de risco de uma posição ativa (credora) ou passiva (devedora), em data futura, conforme critérios preestabelecidos. As trocas (*swaps*) mais comuns são as de taxas de juro, moedas e *commodities*.

No mercado de *swap*, você negocia a troca de rentabilidade entre dois bens (mercadorias ou ativos financeiros), a partir da aplicação da rentabilidade de ambos a um valor em reais. Por exemplo: *swap* de ouro × Ibovespa.



Fonte: *Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F*

Se, no vencimento do contrato, a valorização do ouro for inferior à variação do Ibovespa, receberá a diferença a parte que comprou Ibovespa e vendeu ouro. Nesse exemplo, será a instituição A. Se a rentabilidade do ouro for superior à variação do Ibovespa, receberá a diferença a parte que comprou ouro e vendeu Ibovespa. No caso, a instituição B.

Considere o exemplo de um *swap* muito comum no mercado brasileiro: dólar × taxa pré. Sua forma de cotação é a diferença entre a taxa de juro doméstica e a variação cambial – o cupom cambial. O valor dos indexadores incide sobre o valor de referência comum acordado entre as partes.



Fonte: *Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F*

Se, no vencimento do contrato, a valorização do dólar for inferior à variação da taxa prefixada negociada entre as partes, receberá a diferença a parte que comprou taxa prefixada e vendeu dólar. Nesse exemplo, será a instituição A.

Exemplo

Imagine que a empresa GHY possui ativo de R\$10.000.000,00 prefixado a 17% ao ano para receber em 21 dias úteis e que quer transformar seu indexador em dólar + 10% sem movimentação de caixa. Para isso, contrata um swap, ficando ativo em dólar + 10% e passivo em 17%, ao mesmo tempo em que o banco X, que negociou o swap com a empresa, fica ativo a uma taxa prefixada em 17% ao ano e passivo em dólar + 10% ao ano.

A empresa GHY está exposta ao risco de alta na taxa de juro prefixada no *swap*. No vencimento do contrato, serão aplicadas as variações dos indexadores sobre o valor referencial, conforme demonstrado a seguir. Suponha que, no período, a variação do câmbio foi de 2%.

Posição original: ativo em taxa pré

$$10.000.000,00 \times (17/100 + 1)^{21/252} = R\$10.131.696,11$$

Swap passivo em taxa pré

$$10.000.000,00 \times (17/100 + 1)^{21/252} = R\$10.131.696,11$$

Ativo em dólar

$$10.000.000,00 \times 1,02 \times [(10/100 \times 30/360) + 1] = R\$10.285.000,00$$

Como a variação cambial mais 10% ficou acima dos 17% estipulado pela taxa pré, pode-se concluir que a empresa GHY receberá do banco X o valor líquido de

$$R\$153.304,00 \text{ (resultado de } R\$10.285.000,00 - R\$10.131.696,00),$$

A palavra *swap* significa troca, ou seja, ao fazer uso de um contrato de *swap* as contrapartes trocam fluxo de caixa baseado em prazo, valor de referência e variáveis. É na regra da formação de parâmetros que ocorre a valorização de um contrato de *swap*.

Os *swaps* são contratos negociados no mercado de balcão, não são padronizados e os tipos mais comuns são os *swaps* de taxa de juro. Por serem negociados em balcão, não existe a possibilidade de transferir posição a outro participante, o que obriga o agente a carregá-la até o vencimento. Nos *swaps*, como nos demais contratos a termo, não há desembolso de recursos durante sua vigência (ajustes diários). A liquidação é essencialmente financeira e feita pela diferença entre os fluxos no vencimento.

Conceitos Importantes

- ✓ **Contraparte:** agente que negocia o *swap*.
- ✓ **Variável:** preço ou taxa que será apurada ao longo de um período para valorizar o parâmetro.
- ✓ **Valor de referência:** valor inicial sobre o qual incidirá a valorização do parâmetro. Pode ser chamado de principal ou notional.
- ✓ **Parâmetros:** fórmulas para cálculo dos fluxos; formam o conjunto de informações responsáveis pela valorização do contrato.
- ✓ **Prazo:** período de duração do contrato de *swap*.

11.11.1. Tipos De Swap

Swap de taxa de juro

Contrato em que as contrapartes trocam indexadores associados aos seus ativos ou

passivos e que uma das variáveis é a taxa de juro.

Exemplos:

- ✓ **Swap taxa de DI × dólar:** trocam-se fluxos de caixa indexados ao DI por fluxos indexados à variação cambial mais uma taxa de juro negociada entre as partes.
- ✓ **Swap pré × taxa de DI:** trocam-se fluxos de caixa indexados a uma taxa prefixada por fluxos indexados à taxa de DI.

Swap de moeda

Contrato em que se troca o principal e os juros em uma moeda pelo principal mais os juros em outra moeda.

Exemplo:

- ✓ **Swap fixed-for-fixed de dólar × libra esterlina:** trocam-se os montantes iniciais em dólares e em libras. Durante o contrato, são feitos pagamentos de juros a uma taxa prefixada para cada moeda.

Swap de índices

Contrato em que se trocam fluxos, sendo um deles associado ao retorno de um índice de preços (como IGP-M, IPC-Fipe, INLPC) ou de um índice de ações (Ibovespa, IBrX-50).

Exemplo:

- ✓ **Swap Ibovespa × taxa de DI:** trocam-se fluxos de caixa indexados ao retorno do Ibovespa mais uma taxa de juro negociada entre as partes por fluxos indexados a uma variação ao DI, ou vice-versa.

Swap de commodities

Contrato por meio do qual duas instituições trocam fluxos associados à variação de cotações de commodities.

11.12. Comparativo entre os Mercados de Derivativos

Principais características dos contratos a termo, futuro, de opção e de swap

CARACTERÍSTICAS	MERCADO A TERMO	MERCADO FUTURO	MERCADO DE OPÇÕES	SWAPS
NATUREZA DO CONTRATO	Comprador e vendedor são obrigados a comprar ou a vender certa quantidade de uma commodity a determinado preço e em determinada data futura		Comprador paga para ter o direito de comprar (vender) e vendedor fica obrigado a vender (comprar) se a contraparte exercer seu direito	As partes se obrigam a trocar o resultado líquido das diferenças entre dois fluxos de rendimentos
MÉTODO DE NEGOCIAÇÃO	Preços são determinados entre as partes	Preços são determinados em pregão em uma bolsa de futuros	Admite negociação em pregão de bolsa ou no mercado de balcão	Preços são negociados entre as partes
ITENS DO CONTRATO	Negociáveis	Padronizados	Geralmente padronizado	Negociáveis
RISCOS	Assumido pela contraparte	Existência de um sistema de garantias	Existência de um sistema de garantias para opções negociadas em bolsas	Existe a opção de ter um sistema de garantias
DEPÓSITO DE SEGURANÇA	Dependente das relações de crédito entre as partes. Inexiste mecanismo de ajuste diário	Comprador e vendedor depositam margem de garantia na bolsa. As variações diárias de preços são compensadas no dia seguinte pelo ajuste diário	Somente o vendedor (chamado lançador) é obrigado a depositar margem de garantia. Mas não há ajustes diários	Dependente das relações de crédito entre o comprador e o vendedor
FREQUÊNCIA DE ENTREGA FÍSICA	Muito alta	Muito baixa (predomínio de liquidação financeira)	Muito baixa	Muito baixa
POSIÇÕES	Impossibilidade de encerrar a posição antes da data da liquidação do contrato	Intercambialidade de posições	Intercambialidade de posições	Em geral, não existe intercambialidade de posições
REGULAÇÃO	Leis comerciais	CVM e autorregulação das bolsas	CVM e autorregulação das bolsas	CVM e autorregulação das bolsas



12 ANÁLISE DE
INVESTIMENTOS

12. Análise de Investimentos

A análise de investimentos tem por objetivo definir expectativas de preços futuros baseado em um conjunto de técnicas, que podem ser usadas de forma integrada, ou separadamente, dependendo da especialização do analista e da forma como os diversos profissionais interagem no processo de recomendação, escolha e decisão de investimentos.

Os principais processos de análise e modelagem são:

- ✓ Análise Fundamentalista e Financeira de Empresas
- ✓ Seleção de Portfólios
- ✓ Análise Técnica
- ✓ Modelos Quantitativos de Operação

De uma forma geral essas técnicas estimam:

Valor Presente

O valor presente das empresas baseado em expectativas de fluxos de caixa futuro e cenários macroeconômicos e setoriais. Para esses cálculos deve ser considerado o nível adequado de retorno–risco do investimento.

Combinação de Ativos

A combinação ótima da carteira, a forma como o investimento será alocado entre os diversos ativos financeiros disponíveis, baseado no princípio da diversificação.

Melhor Momento

O melhor momento para adquirir as ações ou títulos. Para isso podem ser utilizadas séries temporais de preços, filtros e outras referências estatísticas.

Existem técnicas de modelagem mais sofisticadas, como os modelos quantitativos para Operações de Alta Frequência. Também chamados de High-frequency trading, visam a modelar operações de compra e venda sequenciais, normalmente em frações de segundo, e que são realizadas durante todo o pregão.

Já os investidores institucionais, como os Fundos de Pensão, trabalham com uma visão de longo prazo, utilizando análises sistemáticas de comportamento de mercado baseadas em testes, como a avaliação *value-at-risk* e os testes de stress.

Classificação dos Investidores

Existe uma grande variedade de investidores no mercado, com características e objetivos próprios. Há os investidores individuais, como a maioria das pessoas físicas e jurídicas, investidores institucionais, como os fundos de investimento e fundos de previdência, além de investidores estrangeiros, apenas para citar alguns.

Os objetivos de investimento são variados. Uns investem com foco no curto prazo, outros pensam em um horizonte de tempo mais longo. Há investidores mais conservadores com relação ao risco, outros mais moderados, enquanto alguns são agressivos.

Em relação aos objetivos, há os investidores do tipo buy and hold, que compram e mantêm os ativos com objetivos bem definidos, e os buy and sell, que compram e vendem com base na rentabilidade esperada para um período.

Vejam no quadro abaixo alguns exemplos que combinam o tipo de investidor, o perfil provável e o objetivo de investimento.

INVESTIDORES	HORIZONTE DO INVESTIMENTO	PADRÕES DE EMPRESAS OU ATIVOS	PERFIL RETORNO-RISCO	OBJETIVO DE INVESTIMENTO
FUNDOS DE PENSÃO	Longo Prazo	Empresas sustentáveis	Moderado	Compra e mantém, condicionado ao cumprimento da meta atuarial
HTF	Curtíssimo Prazo	Qualquer Ativo	Muito Agressivos	Compra e Vende
PESSOA FÍSICA	Longo Prazo	Pagadoras de Dividendos ou de boa Governança	Conservadores ou moderados	Compra e Mantém para objetivos de aposentadoria ou educação dos filhos
PESSOA FÍSICA	Médio Prazo	Não tem preferência	Agressivos	Compra e Venda depois de cumprido o objetivo de rentabilidade
FUNDO DE INVESTIMENTO	Desejável período superior a seis meses	Depende do perfil do Fundo	Variável dependendo do objetivo do fundo	Variável - consultar a política de investimento do Fundo

As combinações não param por aí. É possível usar outras variáveis para definir um plano de investimento pessoal ou institucional. Não existe uma receita única de modelagem.

Portanto, a análise de investimento deve ser flexível. O analista deve construir modelos que considerem o perfil do investidor e suas expectativas.

Classificação dos Analistas

Os analistas são profissionais que elaboram relatórios de análise, com opiniões e recomendações que auxiliam os investidores no processo de tomada de decisão de investimento. A atividade pode ser exercida de forma autônoma ou vinculada.

Esses profissionais geralmente são classificados em duas categorias: os analistas sell side, que emitem parecer de avaliação em relatórios para investidores e usualmente trabalham em departamento de research em instituições financeiras; e os analistas buy side, que avaliam empresas como apoio a administradores de portfólios e geralmente trabalham em gestoras de ativos, independentes ou não.

12.1. Análise Fundamentalista

Não existe uma referência exata de quem foi o precursor da Análise Fundamentalista. Ela está muito associada ao crash da bolsa de valores nos Estados Unidos em 1929 e à depressão econômica que se seguiu, e durou praticamente por toda a década de 30.

Nessa época, começou a ficar claro que os investidores não podiam prescindir de informações econômicas e financeiras das empresas. Apesar de já existirem análises baseadas em gráficos, cada vez mais era necessário avaliar o desempenho financeiro e contábil das empresas para verificar, por exemplo, sua capacidade de crescimento e de geração de lucros. Os primeiros livros a tratar do assunto foram Graham(1934), com o livro *Security Analysis*, e Williams(1938), *The Theory of Investment Value*.

A análise fundamentalista tem como base a noção de que o valor real de uma empresa está relacionado às suas características financeiras – perspectivas de crescimento, fluxos de caixa e risco.

É uma filosofia de investimento que busca objetivos de médio e longo prazo. Pressu-

põe que a relação entre o valor e os fatores financeiros pode ser medida e se mantém estável ao longo do tempo. Desvios são corrigidos dentro de um período de tempo razoável e, portanto, é possível determinar se os preços estão sub ou sobre avaliados.

12.1.1. Objetivos da Análise Fundamentalista

O principal objetivo da análise fundamentalista é determinar o valor potencial de uma empresa ou portfólio. Relacionado a este, há também o objetivo de determinar o valor justo, real ou intrínseco.

Considerações sobre Valor Potencial e o Valor de Mercado

Damodaran (1999) estabelece, como um dos importantes objetivos da análise fundamentalista, evitar a compra de ações a um preço superior ao seu valor potencial ou valor justo. Por essa razão, o investidor deve analisar antecipadamente as alternativas de investimento disponíveis.

Apesar do enorme número de compradores e vendedores nas bolsas de valores, as informações do mercado têm um forte componente assimétrico. Os agentes têm opiniões diversas referentes ao ambiente macroeconômico, setorial e corporativo, e a fatos relevantes, o que leva à seleção de diferentes premissas e variáveis para projeção futura.

A percepção de risco do mercado e da ação também difere entre os agentes, em função dos diferentes padrões de investimentos e horizontes. Por exemplo, a compra isolada de uma ação é diferente da compra para um portfólio, pois cada um avaliará o risco segundo seus objetivos de investimento e considerando toda sua carteira de investimento.

Tudo isso acarreta distorções entre o valor de mercado e o valor potencial, o que refuta o princípio da racionalidade de que o mercado sempre precifica corretamente o valor das ações.

Portanto, segundo a Análise Fundamentalista, o preço das ações flutua independentemente do valor potencial, raramente havendo coincidência. Dessa forma, o analista fundamentalista deve efetuar uma avaliação criteriosa e aprofundada da empresa, visando identificar as que estão sendo negociadas acima ou abaixo de seu valor potencial para efeito de recomendação de compra ou venda.

12.1.2. Principais Conceitos de Valor

Valor Potencial

Valor calculado em função das expectativas do fluxo de Caixa, considerando o horizonte temporal da análise, potencial de alavancagem, a taxa de desconto e risco associado ao retorno exigido, intenções de investimentos e de fusões e aquisições e a taxa de crescimento no período e na perpetuidade.

Valor Justo ou Intrínseco

Calculado a partir do comportamento dos fundamentos quantitativos, expectativas de geração de fluxo de caixa, padrões de desconto e risco e dos fundamentos qualitativos associados aos padrões de gestão, governança e sustentabilidade, tecnologia e construção da imagem e marca dos produtos.

Valor Terminal ou na Perpetuidade

Esse conceito é importante por representar, não raro, a maior parcela do valor da empresa, em que o comportamento em termos de crescimento potencial de longo prazo é relevante. A subavaliação ou sobreavaliação desse fator pode representar distorções na previsão do valor potencial ou do valor intrínseco da empresa. Quanto maior o grau de maturação da companhia, maior a importância da taxa de desconto e do crescimento na perpetuidade.

Valor de Mercado

É o valor refletido pela cotação de mercado ao longo do tempo.

Vários Conceitos sobre Valor de uma Ação

- ✓ **Williams, Ross e Gordon (DDM):** “o valor de uma ação é igual ao valor presente de seus dividendos futuros esperados”.
- ✓ **Gitman (2001):** “o valor de uma ação, (...), é igual ao valor atual de todos os benefícios futuros que se espera que ela ofereça. Esses benefícios são vistos como uma série de dividendos distribuídos durante um horizonte temporal infinito”.
- ✓ **Damodaran (1999):** um ativo deve ser avaliado tomando por base seu fluxo de benefícios futuros, considerando a influência do ambiente interno e externo à empresa.

- ✓ **Reilly & Brown (1997):** “o Analista Fundamentalista tem que olhar para frente e identificar quais são as variáveis chaves para fazer um trabalho superior e identificar oportunidades”.

12.1.3. Métodos de Análise Fundamentalista

Existem duas vertentes de análise que diferem basicamente pela importância na ordenação de fatos que interferem no valor da empresa.

Análise Top Down

Baseia-se na tese de que o valor de uma ação é influenciado predominantemente por fatores macroeconômicos que afetam o desempenho da empresa em análise, como inflação, juros, risco político, desemprego, entre outros.

Além disso, as decisões de compra ou venda são tomadas a partir de informações mais amplas, antes de qualquer tipo de projeção mais detalhada.

Análise Bottom Up

Nesse tipo de análise, a estratégia é estudar os fundamentos individuais de cada empresa. Fatores como o modelo de negócio, padrões de governança, perspectivas de crescimento, entre outras questões, tornam-se relevantes. Para os analistas, quanto melhores as características individuais da companhia, melhor ela superaria condições macroeconômicas adversas.

Análise econômica

O desempenho das empresas e dos ativos financeiros está intimamente ligado ao desempenho da economia. Este, por sua vez, pode ser influenciado pelo ambiente político, por valores éticos e pelo cenário internacional.

Além disso, um ambiente econômico mais instável, menos previsível, sujeito a intervenções e a uma estrutura regulatória incerta, cria um ambiente mais avesso ao risco, que pode impactar as decisões gerenciais e, conseqüentemente, o desempenho das companhias.

Portanto, o ambiente macroeconômico deve ser constantemente monitorado e analisado. No quadro a seguir, destacamos algumas informações relevantes que devem ser acompanhadas.

Política Cambial, Fiscal e Monetária no Brasil e nas Economias Internacionais
Balança Comercial e de Pagamentos
PIB e Nível de Atividade Econômica na Indústria, Comércio e Serviços
Inflação, Taxa de Desemprego e comportamento dos Salários
Nível de Estabilidade Política, Econômica e Social
Mudanças Tecnológicas de caráter global, etc

A análise das variáveis consideradas relevantes permite realizar a simulação de cenários para o curto, médio e longo prazos em conjunto com a área econômica.

A definição das premissas macroeconômicas permite o prosseguimento da análise setorial e de empresas e fornece informações importantes para a adequada definição das taxas de crescimento da economia e ameaças de risco sistêmico.

Nesse contexto, é importante o estreito contato com institutos de pesquisa, universidades, órgãos governamentais, instituições e empresas internacionais, acompanhar o cenário global e manter contatos sistemáticos através de reuniões de empresas, seminários, congressos, etc.

Análise Setorial

Um setor é caracterizado por agrupar empresas que possuem uma estrutura produtiva semelhante ou que oferecem bens e serviços similares. A análise setorial é utilizada para determinar o posicionamento e o potencial de desenvolvimento de uma empresa em relação ao seu setor de atuação.

Para isso, são analisados fatores, conhecidos como forças competitivas, tais como o nível de concorrência, a ameaça de novos entrantes ou de produtos substitutos e o poder de barganha dos consumidores e fornecedores.

Essas forças permitem identificar se existem mais oportunidades ou ameaças para a empresa. A análise setorial busca quantificá-las, para a realização de projeções quanto a preços praticados, estrutura de demanda, estrutura de oferta, estrutura mercadológica, concorrência, fornecimento, tecnologia empregada e qualidade da mão de obra.

Análise de Empresas

Para a análise de empresas, os analistas costumam se apoiar em diversas fontes de informações. Fazem reuniões com a diretoria de relações com investidores e com outras diretorias relacionadas ao processo de avaliação. Estudam as informações econômico-financeiras, analisam as notas explicativas e os relatórios de sustentabilidade e de auditoria. Acompanham fatos relevantes e as informações do formulário de referência. Avaliam quantitativa e qualitativamente os padrões de governança e sustentabilidade. Buscam informações em jornais e revistas. Fazem pesquisa sobre concorrentes, fornecedores e clientes.

Para o processo de definição de premissas, dividem a empresa em quatro grandes funções: marketing e vendas, produção, recursos humanos e econômico-financeira.

12.1.4. Análise de Informações Contábeis

É o ponto de partida da análise de empresas.

Relatórios e Informações Contábeis

Relatório da Administração: fornece informações qualitativas e quantitativas sobre os resultados do exercício, o *guidance* e outras informações relevantes sobre expansão via investimento ou fusões e aquisições.

Relatórios de Sustentabilidade: fornecem informações relevantes de ordem econômica, ambiental e social. Outra forma de divulgação refere-se ao desempenho econômico associado aos fatores ESG (meio ambiente, sociedade e governança, do inglês *environmental, social and corporate governance*).

Balço Patrimonial: retrata a situação econômico-financeira da companhia em um determinado instante no tempo. De um lado, apresenta os ativos, de que forma a empresa aplica seus recursos para o desenvolvimento de sua atividade. De outro, registra os passivos, as obrigações, as fontes de financiamento utilizadas pela companhia.

No quadro abaixo, segue como exemplo um resumo das principais informações extraídas do balanço patrimonial de uma empresa de cosméticos nos períodos de 2011 e 2012.

Em R\$ milhões

APLICAÇÃO	ATIVO	PASSIVO	CAPTAÇÃO
Caixa e aplicação financeira Contas a receber no curto prazo Estoques	Ativo Circulante: 2012: 3.378 2011: 2.203	Passivo Circulante 2012: 2.415 2011: 1.275	Fornecedores Empréstimos Salários a pagar Impostos a pagar
Contas a receber no longo prazo	Ativo Não Circulante: Realizável a Longo Prazo. 2012: 756 2011: 627	Passivo Não Circulante: Exigível a Longo Prazo. 2012: 1.503 2011: 1.158	Contas a pagar no longo prazo
Investimentos Imobilizado Intangíveis	Demais Ativos não Circulante 2012: 1.241 2011: 963	Demais Passivos Não Circulantes 2012: 152 2011: 110	Provisões
		Patrimônio líquido 2012: 1.306 2011: 1.250	Capital social Reservas Lucros e Prejuízos acumulados
	Ativo Total 2012: 5.375 2011: 3.793	Passivo Total 2012: 5.375 2011: 3.793	

As informações do balanço patrimonial permitem o cálculo de indicadores muito úteis para a análise financeira da companhia. Os principais são:

- ✓ **Solvência:** Compara o desempenho do ativo circulante com o passivo circulante. Representa a capacidade de pagamento de passivos de curto prazo;
- ✓ **Giro do Ativo:** Representa a capacidade da empresa transformar ativos em receita;
- ✓ **Estrutura do Capital:** Representa a relação entre o capital próprio e de ter-

ceiros ou o grau de alavancagem da empresa. É importante para o cálculo do custo de capital (WACC, em inglês).

- ✓ **Endividamento ou Grau de Alavancagem Financeira:** Representa o comportamento do endividamento de curto prazo e de longo prazo e sua relação com as operações ativas e patrimônio líquido;
- ✓ **Retorno ou Rentabilidade:** Relação do lucro líquido com o patrimônio líquido das empresas (verdadeiramente dos acionistas).
- ✓ **Demonstrativo de Resultados:** representa o fluxo financeiro das atividades da empresa no exercício. No quadro abaixo, segue um exemplo dos resultados de uma empresa de cosméticos referentes a 2011 e 2012:

R\$ milhões

	2012	2011
RECEITA LÍQUIDA	6.345,67	5.591,37
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(1.868,05)	(1.666,30)
LUCRO BRUTO	4.477,62	3.925,07
+/-RECEITAS(DESPESAS) OPERACIONAIS	(3.108,07)	(2.610,00)
LUCRO OPERACIONAL	1.369,55	1.315,07
RECEITA(DESPESAS) FINANCEIRAS	(93,45)	(77,34)
LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA	1.276,10	1.237,73
IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	(414,88)	(406,83)
LUCRO LÍQUIDO	861,22	830,90

O demonstrativo de resultados permite uma avaliação de comportamento das margens de lucro da companhia:

- ✓ **Margem Bruta:** Representa o lucro bruto = receita líquida menos o custo dos produtos vendidos;
- ✓ **Margem Operacional:** Representa o lucro bruto menos as despesas operacionais. Os indicadores correlatos estão geralmente associados com as receitas e despesas operacionais;
- ✓ **Margem Líquida:** Representa o lucro líquido da empresa;
- ✓ **LAJIDA (EBITDA, em inglês):** Significa a capacidade de geração de valor para a firma. É igual ao resultado antes dos juros, impostos, depreciação e amortizações.

Em síntese, os dados econômicos e financeiros das informações contábeis devem ser úteis para orientar decisões de investimento, financiamento e estrutura de capital e decisões de dividendo e retenção de lucros. Portanto, é muito importante a compreensão conceitual de seus componentes.

BALANÇO PATRIMONIAL		DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS
OPERAÇÕES ATIVAS	OPERAÇÕES PASSIVAS	LUCRO
Decisões de Investimento	Decisões de Financiamento e Estrutura de Capital	Decisões de Dividendo e Retenção de Lucros

Demonstração do Fluxo de Caixa: Representa os ajustes operacionais, de investimento e financiamento para cálculo do aumento ou diminuição de caixa.

Evidencia as transações ocorridas em determinado período e que provocaram modificações nas disponibilidades da empresa (caixa, bancos e aplicações imediatas).

- ✓ **Método Direto (MD):** apresenta as principais classes de pagamentos e recebimentos que entraram no caixa (disponibilidades);
- ✓ **Método Indireto (MI):** é calculado após sucessivos ajustes do lucro líquido. É conhecido também como método da reconciliação.

A diferença do MI para o MD está apenas na evidenciação dos fluxos gerados pelas operações. Não há diferença no que diz respeito aos fluxos gerados pelos financiamentos e investimentos.

Em continuidade ao exemplo anterior, o demonstrativo do fluxo de caixa da empresa teve o desempenho apresentado no quadro abaixo:

ATIVIDADES OPERACIONAIS	R\$ MILHÕES	
	2012	2011
LUCRO LÍQUIDO	861,22	830,90
AJUSTES OPERACIONAIS	701,98	558,50
AUMENTO (REDUÇÃO) DE ATIVOS	(24,6)	(414,04)
AUMENTO (REDUÇÃO) DE PASSIVOS	247,04	100,14
OUTROS FLUXOS DE CAIXA DE ATIVIDADES OPERACIONAIS	(443,62)	(411,04)
CAIXA LÍQUIDO GERADO DE ATIVIDADES OPERACIONAIS	1.342,01	663,84
CAIXA LÍQUIDO GERADO PELAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO	(965,64)	(250,30)
CAIXA LÍQUIDO GERADO PELAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO	255,27	(460,07)
EFEITO DE VARIAÇÃO CAMBIAL SOBRE O CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	2,86	1,94
AUMENTO (REDUÇÃO) DE CAIXA OU EQUIVALENTE DE CAIXA	628,78	(44,62)

Em síntese, a demonstração do fluxo de caixa visa a calcular o aumento ou diminuição do caixa ou equivalente de caixa e é fruto do lucro líquido ajustado pelas atividades operacionais, de investimento e financiamento.

Demonstrativo de Valor Adicionado: este demonstrativo apresenta a distribuição do valor criado entre os agentes econômicos. Essa demonstração, desconsideradas as diferentes perspectivas, já era contemplada nos Relatórios de Sustentabilidade padrão *Global Reporting Initiative* (GRI). Desde 2010, faz parte das informações econômico-financeiras.

O Valor Adicionado é um conceito econômico que representa a criação de valor para a empresa e seus agentes econômicos, sob a forma de remuneração do trabalho e do

capital e pagamento de impostos para o Governo. É calculado a partir do faturamento, deduzido o custo de todos os insumos, mercadorias e serviços adquiridos. Como exemplo, segue a tabela abaixo.

R\$ milhões

VALOR ADICIONADO À ECONOMIA	2012	%	2011	%
	3.699,28	100,00	3.148,99	100,00
TRABALHO - PESSOAL E ENCARGOS SOCIAIS	802,97	21,71	634,26	20,14
GOVERNO - IMPOSTOS, TAXAS E CONTRIBUIÇÕES	1.743,40	47,13	1.472,35	46,76
CAPITAL DE TERCEIROS - DESPESAS FINANCEIRAS E ALUGUÉIS	291,69	7,89	211,48	6,72
CAPITAL PRÓPRIO - DIVIDENDOS	796,54	21,53	762,56	24,22
CAPITAL PRÓPRIO - JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO	58,34	1,58	61,13	1,94
CAPITAL PRÓPRIO - LUCROS RETIDOS	6,33	0,17	7,2	0,23

12.1.5. Modelos de Projeção de Valor Potencial

Existem vários padrões de modelagem para a projeção do valor potencial de uma ação. Não há uma receita rígida para determinação do modelo mais apropriado. Vai depender do perfil da empresa, de suas estratégias de crescimento e planos de fusão ou aquisição que envolvam sinergias relevantes.

Fluxo de caixa descontado

- ✓ **Modelos em dois estágios:** para empresas em estágio de crescimento normal, geralmente de médio ou grande porte, que tenham um horizonte previsível para atingir a maturidade.

- ✓ **Modelos em três estágios:** na maioria dos casos, são apropriados para empresas em “estágio inicial” de pequeno ou médio porte. Em geral, essas empresas estão longe do ciclo de maturação, sendo, por isso, fundamental a avaliação dos padrões de gestão e governança em seus planos de negócios. A participação em índices de *tag along*, governança e de sustentabilidade reforçam a confiança de uma avaliação em três estágios.

Modelos de dividendos descontados

- ✓ **Dividendos com crescimento em dois ou três estágios:** considera que a empresa pode ter dois ou três ciclos de crescimento, tal qual os conceitos colocados para os modelos de fluxo de caixa descontado.
- ✓ **Dividendo com crescimento constante:** Modelo de Gordon. Leva em consideração o lucro por ação e o *payout* /Custo de capital próprio (K_e) menos taxa de crescimento (g) dos dividendos.
- ✓ **Dividendos sem crescimento:** sua fórmula baseia-se no recebimento de um dividendo constante, descontado o custo do capital.

Modelos baseados no valor adicionado

- ✓ ***Economic Value Added* - EVA:** foi desenvolvido pela Stern Stewart e representa o lucro operacional menos impostos (A) comparado com o custo de capital total da empresa (B). A empresa terá valores adicionados positivos no caso de $A > B$ e, portanto, um valor de mercado maior no curto prazo.
- ✓ ***Market Value Added* - MVA:** sua visão é de médio e longo prazo. Pode ser representado pelo valor presente da soma dos EVA's futuros, cuja periodicidade vai depender do grau de maturação dos investimentos no tempo. Empresas de energia devem ter seu MVA medido para períodos de 10 anos. Empresas com maior giro de ativos podem ter seu MVA medido para períodos de 5 anos.

A sustentação do valor adicionado positivo, no longo prazo, vai depender em grande parte do plano de investimentos, programas consistentes de treinamento em recursos humanos, investimentos em P&D, desenvolvimento de imagem e marcas competitivas.

Outras variáveis relevantes para projeções de fluxo de caixa:

- ✓ Perfil de pagamento de dividendos ou juros próprios das empresas.

- ✓ Custo do capital próprio via modelo CAPM.
- ✓ Custo de capital de terceiros: obtido através do custo médio ponderado pelas condições de financiamento de todas as operações.
- ✓ Custo médio ponderado de capital - WACC definido pelo custo de capital próprio e pelo custo médio de capital de terceiros, utilizando-se como ponderação a estrutura de capital.
- ✓ Objetivos de investimento.
- ✓ Taxa de crescimento a ser usada nas fases de crescimento e perpetuidade.
- ✓ Outras que forem necessárias para o enriquecimento dos modelos.

A taxa de desconto deve ser calculada levando em consideração os interesses da firma e do acionista.

Para comparação entre companhias, podem ser utilizados conceitos e projeções, como por exemplo:

- ✓ **P/L (Preço/Lucro):** preço de mercado em relação ao Lucro – representa a expectativa do número de anos que o investidor deve esperar para recuperar o investimento;
- ✓ **P/VPA (Preço de Mercado/Valor Patrimonial):** representa o quanto o investidor está disposto a pagar acima ou abaixo do valor patrimonial;
- ✓ **DY (Dividend Yield):** dividendo pago/Preço de Mercado da Ação;
- ✓ **EBITDA/Receita Líquida:** geração de caixa da firma em relação à receita líquida.

12.1.6. Os Desafios da sustentabilidade

A história da análise fundamentalista valorizou sempre as variáveis quantitativas econômicas, sem considerar questões relevantes relacionadas ao meio ambiente, sociedade e de governança conhecidos como fatores ESG (meio ambiente, sociedade e governança, do inglês environmental, social and corporate governance).

Exemplos desses fatores de alimentação de modelos:

Meio Ambiente

- ✓ Água
- ✓ Minérios
- ✓ Manejo Florestal
- ✓ Emissão de Gases de Efeito Estufa
- ✓ Eficiência Energética
- ✓ Aproveitamento ou Descarte de Resíduos

Sociedade e seus Interesses

- ✓ Saúde e Segurança do trabalhador
- ✓ Satisfação do Consumidor
- ✓ Direitos Humanos
- ✓ Direitos Trabalhistas
- ✓ Governança
- ✓ Relações com Stakeholders: clientes e consumidores, público interno, acionistas e investidores, ONG's, e outras partes interessadas.

A inserção dos fatores ESG, integrado aos fatores econômicos, nos modelos de valuation pode mudar o conceito de agregação de valor, pela incorporação progressiva das externalidades provocadas pelo processo circular de produção e consumo e que podem representar novas percepções quanto à reputação das empresas.

Esse novo ambiente em curso implica em prováveis mudanças estruturais na análise de valores mobiliários no mercado de capitais através da rediscussão das variáveis de entrada dos modelos, em especial para aqueles investidores com perfil de investimento de longo prazo.

Isso exigirá que revisitemos as metodologias de valuation, em especial, quanto ao cálculo do custo de capital, pela incorporação dos riscos e oportunidades associados à consideração dos fatores ESG na análise.

Esses serão os grandes desafios para o futuro.

12.2. Análise Técnica

As primeiras informações sobre o uso de indicadores de comportamento de mercado remontam a 250 anos atrás no mercado de arroz japonês, quando um produtor e operador local criou um sistema de bandeiras: branca se a produção de arroz caísse (preços subiriam); e preta se a produção de arroz subisse (preços cairiam). Atribui-se ao produtor e trader Munehisa Honma o desenvolvimento das primeiras regras que acabaram resultando na técnica Candlestick, trazida para o ocidente por Steve Nison.

Foi, entretanto, Charles Dow que formulou, no século XIX, os princípios fundamentais para o desenvolvimento da análise técnica, inicialmente chamada de Teoria da Gráfica e depois de Teoria Dow. Ele morreu em 1902, sem ter visto o crash de 1929, depois de ter fundado o Wall Street Journal e o Dow Jones Industrial Average (o nome Jones vem de Edward Jones, sócio fundador da Dow Jones & Company), que servia de base para suas pesquisas sobre evolução dos preços das ações. Dow jamais escreveu um livro, apenas artigos e cartas que, em 1922, foram transformadas em um livro, compilado por William Peter Hamilton, chamado “The Stock Market Barometer” .

A premissa básica da análise técnica é que todas as informações estão representadas nos gráficos, na medida em que este traduz o comportamento do mercado (analistas fundamentalistas, insiders, grafistas, investidores profissionais, pessoas físicas).

O mais prudente é usar o método de análise técnica, que indica o momento mais adequado de compra ou venda, combinado com a análise fundamentalista, que indica o que comprar e qual o seu valor potencial.

Investidores de curtíssimo prazo usam gráficos intraday, enquanto investidores de curto prazo costuma usar gráficos diários, e investidores com planos de investimentos de prazo maior usam gráficos semanais e mensais.

12.2.1. Teoria de Dow

A Teoria Dow está voltada para a interpretação dos movimentos de mercado. Dow criou o Dow Jones Industrial Average, composto de 12 empresas industriais e do setor de transporte. A partir do comportamento do índice, ele desenvolveu vários princípios relacionados a tendências e sinais de reversão.

“A configuração gráfica dos preços tende a se relacionar com a direção que eles tomarão no futuro”.

Dow foi o primeiro a enunciar que as ações do mercado se movem juntamente, seguindo a trajetória das empresas mais representativas, o que tornava possível medir a intensidade das oscilações através de uma média. Foi, assim, o precursor da metodologia de formulação de índices de comportamento das bolsas.

A Teoria Dow foi a primeira semente de um conjunto de estudos de gráficos de preços e volumes, que evoluiu e se sofisticou, e que medem as forças de oferta e procura nos mercados de ações. Dow identificou quatro fases que se repetem na formação dos preços:

- ✓ **Acumulação:** investidores especialmente bem informados compram ações, baseado em um processo de sustentação de preços no final de um ciclo de queda anterior.
- ✓ **Mark Up:** compradores melhor informados aderem ao mercado, comprando a ação e elevando seu preço.
- ✓ **Distribuição:** a um preço que permite ganhos compensadores, a ação desperta a atenção da massa. O mercado fica ativo, e os investidores que estavam comprando ações na fase de acumulação vendem para a massa, que entra em processo de euforia.
- ✓ **Liquidação:** quando os investidores emocionais descobrem que pagaram caro, procuram vender a ação gerando um desejo de saída simultânea, o que pode gerar pânico.

Nesses períodos existem sinais que caracterizam a mudança de uma fase para outra e que se mostram através de figuras.

Esse comportamento de multidão comanda as oscilações de preços através das pres-

sões de compra e de venda que exerce sobre o mercado.

Os princípios de Dow gerados a partir dessas fases descrevem as principais tendências de mercado:

- ✓ **Primária:** tendência de longo prazo de alta ou de baixa
- ✓ **Secundária:** reversão da Tendência Primária
- ✓ **Terciária (Menor):** tendência de curto prazo, que representa realização de lucros ou apostas de reversão de tendência não confirmada.

Os demais princípios são em essência o volume e nova tendência.

12.2.2. Teoria de Elliot

Ralph Elliot desenvolveu este método de análise em seu livro “The Wave Principles”, em que diz que o mercado de ações funciona baseado em um padrão de cinco ondas nas tendências de alta e três ondas nas tendências de baixa.

As ondas 1, 3 e 5 são movimentos de alta neutralizados por duas ondas de baixas, 2 e 4. Nos ciclos de baixa, as ondas 6 e 8 são neutralizadas por um movimento ascendente da onda 7.

A complexidade dessa teoria ou método de avaliação de tendências se apresenta pela dificuldade de identificar corretamente cada uma das ondas, que podem estar contidas em movimentos intermediários.

Frost & Pletcher (1990) mostram que, em um ciclo completo de alta, existe o ciclo completo do mercado de ações.

NÍVEL DO CICLO	MERCADO DE ALTA	MERCADO DE BAIXA	CICLO COMPLETO
TENDÊNCIA PRIMÁRIA	1	1	2
ONDAS PRIMÁRIAS	5	3	8
ONDAS INTERMEDIÁRIAS	21	13	34
ONDAS MENORES	89	55	144

Os princípios de Elliot são basicamente os seguintes:

- ✓ Toda ação é seguida de reação;
- ✓ Movimentos na direção da tendência primária podem ser subdivididos em ciclos menores de 5 ondas de alta e 3 de baixa;
- ✓ A terminação do oitavo ciclo completa um ciclo;
- ✓ O ciclo completo não obedece a padrões temporais.

Finalmente é interessante verificar que os números na tabela acima (1,1,2,3,5,8,13,21, 34,55,89,144,233) estão contidos na famosa série de Fibonacci, em que cada número representa a soma dos dois anteriores, tendendo a relação entre eles ser próxima de 1,615. A partir da relação 8/5, sucessivamente, as relações estão contidas entre 1,6 e 1,625. As séries de Fibonacci são muito usadas para descrever o comportamento das ondas e fazer análise comparada entre médias móveis.

12.2.3. Tipos de Gráficos

Gráfico em Linha

Cada dia ou período é um ponto que pode ser o preço médio, o preço de fechamento ou uma média móvel.

Gráfico de Barras

Cada dia ou período é descrito por uma barra que mostra os preços de abertura, máxima, mínima e fechamento. É o padrão mais usado pelos analistas atualmente e serve como referência para análise de figuras de continuidade e reversão de tendências.

Gráfico tipo Candlestick

É igual ao gráfico de barras com a diferença que as barras são refletidas em cores, contendo as mesmas referências de preços de abertura, máxima, mínima e fechamento. As cores geralmente são branca e preta, podendo, alternativamente, serem verde e vermelha dependendo das características do sistema gráfico em que é analisado. A cor é branca quando o preço de fechamento é maior do que o de abertura, e preta quando ocorre o contrário.

O método Candlestick é representado por uma série de figuras ou barras típicas que têm significados de alta ou de baixa. Ele é muito útil para avaliação de reversão de tendência após oscilações de alta intensidade.

Informações adicionais sobre comportamento dos gráficos

Escala: a apresentação dos gráficos pode ser feita em escala aritmética ou logarítmica. Esta tem a vantagem de amortecer movimentos atípicos e costuma mostrar a tendência primária com mais nitidez, facilitando a análise comparada com as linhas de tendências e indicadores técnicos.

Gaps de Preços: ocorrem quando o preço mínimo de mercado em um dia está acima do preço máximo do dia anterior. No caso de o mercado estar em tendência de baixa, o comportamento é inverso. Quando os movimentos estão contidos dentro de tendências primárias de alta ou baixa, os gaps de preço devem ser fechados no futuro, mas no caso de reversão de tendência, o fechamento do Gap pode não acontecer.

Linhas de Tendência: a tendência de alta reflete, em essência, uma pressão compradora maior que a vendedora. No caso da tendência de baixa, predomina a pressão vendedora. As fases de acumulação e distribuição representam um jogo de forças, em que, no período de acumulação, a pressão compradora acaba prevalecendo. No período chamado de distribuição, acaba predominando a pressão vendedora.

Suporte: representa uma linha de preços em que a pressão compradora é maior, seja nas referências de tempo intraday, diária, semanal, mensal, etc.

Resistência: representa uma linha de preços em que a pressão vendedora é maior do que a compradora.

As linhas de suporte e resistência, quando combinadas, indicam a tendência dominante no mercado: de alta, de baixa, ou de lado. Existem outras formações de suporte e resistência, como as linhas chamadas pá de ventilador, que representam ajustes, geralmente em três fases, na linha de tendência.

12.2.4. Figuras

Representam os sinais ou formações de continuidade, indefinição ou reversão de tendência das séries temporais.

Formações de continuidade ou indefinição

As figuras desse tipo costumam ser sinais de tendência terciária descrita na teoria de Dow

- ✓ **Triângulos:** simétricos ou indicação de alta ou de baixa;
- ✓ **Bandeiras e Flâmulas:** representam figuras de indefinição de curto prazo, indicativas de posterior continuidade da tendência principal;
- ✓ **Retângulos:** são típicos sinais de indefinição de tendência dos preços, geralmente confirmando as tendências do período.

Formações de reversão

Ombro Cabeça Ombro de topo

Em um movimento de alta, há a formação de um topo (ombro esquerdo), seguido por um mais alto (cabeça). Após essa formação, há um enfraquecimento e a formação de um terceiro topo (ombro direito), abaixo do anterior, e semelhante ao outro (ombro esquerdo). Abaixo desses três topos, há um suporte respeitado (reta pescoço), que, se rompido após o terceiro topo, dará início à consolidação da formação que alcançará o objetivo da amplitude do segundo topo (cabeça). Vale ressaltar que a formação apenas é confirmada com o rompimento da linha de pescoço.

Ombro cabeça ombro invertido de fundo

O conceito se inverte, começando sua formação a partir de uma tendência de baixa.

Topo ou Fundo duplo

Formação de dois topos (fundos), consecutivos no mesmo nível, identificados pela letra M (W). A formação é confirmada após rompimento do último topo (fundo), e o objetivo é calculado projetando para cima (para baixo) a amplitude da última perna de baixa (alta), de forma que a formação seja simétrica com sua porção anterior. A figura ombro cabeça ombro pode ser caracterizada como um caso especial de topo ou fundo Triplo.

Formações mais avançadas

Essas formações serão apenas citadas pela maior complexidade de sua descrição:

✓ *Cup and Handle*

✓ Deriva

✓ Diamante

12.2.5. Indicadores Técnicos

Representam linhas de oscilação ou tendência, construídas com base em fórmulas matemáticas ou estatísticas, com o objetivo de antecipar, confirmar ou descrever tendências. No caso dos índices de volatilidade representam importantes instrumentos de avaliação dos movimentos de preços em relação à tendência principal.

Existe na realidade uma grande quantidade de indicadores. Isso sugere que, no monitoramento das operações, os analistas façam uma análise de correlação entre eles, para evitar que reflitam exatamente o mesmo comportamento, evitando consultas desnecessárias.

Indicadores tipo osciladores

Indicam o comportamento relativo entre compradores e vendedores, isto é, qual a medida de força dentro do período analisado.

Índice de Força Relativa

Mede, para um determinado período, a quantidade de altas em relação à soma das altas e baixas. Flutua entre 0 e 100. Indica, para valores superiores a 70, que o mercado está sobre comprado, e para índices abaixo de 30, que o mercado está sobre vendido. Pode ser usado como instrumento de análise de convergência e divergência, ou combinado com o MACD, por exemplo.

Outros indicadores muito usados no mercado, relacionados a comportamento e variação de preços, são:

✓ Índice Estocástico;

✓ Momentum.

Indicadores baseados em médias

Refletem a tendência média do mercado comparada aos preços. Existem vários indicadores de médias. As médias móveis são linhas de preços amortecidas, dependendo do período relativo ao objetivo do investimento.

A média móvel simples representa a média dos preços médios ou de fechamento indicados no gráfico de barras e posicionados ao final do período, que pode ser de curto, médio e longo prazo. A média mais usada costuma ser de 21 dias, que reflete o número de dias úteis do mês.

Indicadores de Volatilidade

Refletem as bandas em que as tendências de mercado se movimentam. São muito importantes para detectar mudanças atípicas de volatilidade que podem indicar maior nervosismo do mercado ou reversão de tendência.

- ✓ Bandas de Bollinger
- ✓ Keltner Channel

Volume

Analisar tecnicamente o mercado não é possível sem que se faça o acompanhamento do volume de negócios nas bolsas. Todas as análises baseadas em tendências, figuras, indicadores e médias são mais próximas da realidade quando confirmadas pelo volume.

A comparação entre preço e volume reflete em essência o mais importante fundamento da economia, a “lei da oferta e da procura”.

Movimentos de preços devem ser confirmados pelos movimentos de volume, ainda mais em um mundo globalizado. Isso é mais importante nos momentos de acumulação de preços, no final de ciclos de baixa, ou de distribuição, no final de ciclos de alta, em especial para investidores comuns.

Se o investidor investe em ações baseado em fundamentos sólidos de longo prazo ou para ganhos de dividendos, sua preocupação deve se relacionar com períodos maiores de comportamento de preços e volume.

Investidores com objetivos orientados para períodos menores devem olhar com atenção o comportamento dos volumes das ações, analisando preço e volume sob a máxi-

ma de que “movimentos de preços são correlatos com movimentos de volume”.

Para ilustrar o comportamento de preços e volumes, segue um quadro referencial, com base na tendência primária ou principal.

VOLUME	PREÇO	PRESSÃO	BOLSA
sobe	sobe	compradora	em alta
sobe	cai	vendedora	em baixa
cai	oscila respeitando um preço mínimo	compradora	bolsa em fase de acumulação
sobe	oscila respeitando um preço máximo	vendedora	bolsa em fase de distribuição.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CAPÍTULO 1

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: FIPECAFI/USP, 1999.

ASSAF NETO, A. Mercado financeiro. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: www.bcb.gov.br. Acesso em: outubro de 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno CVM nº 01. Rio de Janeiro, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: setembro de 2012.

CONSELHO DE CONTROLE DE ATIVIDADES FINANCEIRAS. Disponível em: www.coaf.fazenda.gov.br. Acesso em: setembro de 2012.

FORTUNA, E. Mercado financeiro, produtos e serviços. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS. Disponível em: www.susep.gov.br. Acesso em: outubro de 2012.

CAPÍTULO 2

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: www.bcb.gov.br. Acesso em: outubro de 2012.

BM&FBOVESPA. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br. Acesso em: outubro de 2012.

BOVESPA. Folheto Clube de investimento [folheto].

BRASIL. Presidência da República. Disponível em: www.planalto.gov.br. Acesso em: setembro de 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: setembro de 2012.

CAPÍTULO 3

ANBIMA. Como investir? Disponível em: www.comoinvestir.com.br. Acesso em: outubro de 2012.

BM&FBOVESPA. Fundos de índices. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br/etf/fundo-de-indice.aspx?Idioma=pt-br. Acesso em: janeiro de 2013

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: setembro de 2012.

CAPÍTULO 4

BM&FBOVESPA. Como e por que tornar-se uma companhia aberta. São Paulo, 2009.

BM&FBOVESPA. Introdução ao mercado de capitais. São Paulo, 2012.

BM&FBOVESPA;PwC. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO). São Paulo, 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno CVM nº 8. Rio de Janeiro, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: setembro de 2012.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. A busca da convergência da contabilidade aos padrões internacionais. Brasília: CFC, 2009.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. Disponível em: www.cfc.org.br. Acesso em: fevereiro de 2013.

CAPÍTULO 5

ALMEIDA, R. J. Supremacia na fruição de benefícios da empresa aos stakeholders e a teoria de finanças. Tese de Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

BRANDÃO, C. E.Lessa. Sustentabilidade e governança corporativa. In: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Uma década de governança corporativa: história do IBGC, marcos e lições da experiência. São Paulo: Saint Paul: Saraiva, 2006. p.87-94

FRENTROP, P. A history of corporate governance: 1602-2002. Amsterdam: Deminor, 2002.

HOBBSAWM, E. Era dos extremos: o breve século XX 1914-1991. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Guia de orientação para o gerenciamento de riscos corporativos. São Paulo: IBGC, 2007. (Série Cadernos de Governança Corporativa, v. 3).

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Histórico. Disponível em: www.ibgc.org.br/Historico.aspx. Acesso em: 27/10/2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Linha do tempo. Disponível em : www.ibgc.org.br/LinhaTempo.aspx. Acesso em: 29/10/2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Uma década de governança corporativa: história do IBGC, marcos e lições da experiência. São Paulo: Saint Paul:Saraiva, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.Código das melhores práticas de governança corporativa 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.Guia de orientação para planejamento de sucessão, avaliação e remuneração de conselho de administração e diretor-presidente.São Paulo: IBGC, 2011.

MORCK, Randall K. (Org.) A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers. Chicago: University of Chicago Press; Londres: National Bureau of Economic Research, 2005.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma. São Paulo: Saraiva, 2006.

CAPÍTULO 6

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: setembro de 2012.

BOVESPA; IBRI. Guia de relações com investidores. São Paulo, 2007.

CAPÍTULO 7

ANBIMA. Com investir? Disponível em: www.comoinvestir.com.br. Acesso em: outubro de 2012.

BM&FBOVESPA .Como e por que tornar-se uma companhia aberta: utilizando o mercado de capitais para crescer. São Paulo, 2009.

BM&FBOVESPA. Disponível em : www.bmfbovespa.com.br. Acesso em: setembro de 2012.

BM&FBOVESPA; PwC. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO) ;início de uma nova década de crescimento. 1. ed. São Paulo, 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: setembro de 2012.

CAPÍTULO 8

BM&FBOVESPA. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br. Acesso em: setembro de 2012.

CÂMARA DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA. Como Investir. Disponível em: www.cetip.com.br. Acesso em: outubro de 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: outubro de 2012.

CAPÍTULO 9

CETIP. Instrumentos Financeiros. Disponível em: www.cetip.com.br. Acesso em: setembro de 2013.

CAPÍTULO 10

BANCO BM&FBOVESPA. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br/banco. Acesso em: fevereiro de 2013.

BM&FBOVESPA. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br. Acesso em: fevereiro de 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: setembro de 2012.

CAPÍTULO 11

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno CVM nº 09. Rio de Janeiro, 2009.

INSTITUTO EDUCACIONAL BM&FBOVESPA. Apostila sobre derivativos. Disponível em: www.educacional.bmf.com.br.

CAPÍTULO 12

GITMAN, LAURENCE J. Princípios de Administração Financeira. Porto Alegre: Bookman, 2001.

ROSS, STEPHEN A. ET ALII. Princípios de Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2002.

DAMODARAN, ASWATH. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação de valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

WILLIAMS, JOHN B. The Principles of Investment Value, Harvard University Press, 1938

FROST, ALFRED JOHN & PRETCHER, ROBERT R. Elliot Waves Principle. Hadden Craftsmen, 1990

NISON, STEVE. Japanese Candlestick Charting Techniques. New York Institute 1991



VENDA PROIBIDA

Este livro foi desenvolvido pelo Comitê Consultivo de Educação da CVM, que também conta com a participação da Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA, da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, da ANCORD – Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias, da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC NACIONAL, da BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros, da Cetip S.A. – Mercados Organizados, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI. A ideia da presente publicação foi amadurecida ao longo de sucessivas edições do Programa TOP (Treinamento de Professores), que desde 2006 oferece cursos de atualização para professores universitários que lecionam disciplinas relacionadas com o mercado de valores mobiliários.

A educação é uma necessidade para o desenvolvimento sustentável e sadio do mercado de valores mobiliários e o objetivo deste livro é contribuir para o processo de disseminação de conhecimento sobre este mercado. O livro foi estruturado em doze capítulos, que tratam sobre: Sistema Financeiro Nacional, Valores Mobiliários, Fundos de Investimento, Companhias Abertas, Governança Corporativa, Relações com Investidores, Oferta Pública, Bolsa de Valores, Mercado de Balcão Organizado, Funcionamento do Mercado, Derivativos e Análise de Investimentos.