



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

**Internacionalização do mercado de capitais
brasileiro – a BM&FBOVESPA como centro
financeiro regional**

por

Monika Kemper

Orientador: Julian Fonseca Peña Chediak

2011.2

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

Internacionalização do mercado de capitais brasileiro – a BM&FBOVESPA como centro financeiro regional

por

Monika Kemper

Monografia apresentada ao Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do Título de Bacharel em Direito.

Orientador: Julian Fonseca Peña Chediak

2011.2

Dedicatória

Àquela que, dentre todos, seria a mais feliz em me ver formada: à minha mãe.

Agradecimentos

O presente trabalho foi desenvolvido com o intuito de dar fechamento à minha experiência acadêmica de formação em Direito, sendo assim, agradeço a todos aqueles que contribuíram para o meu aprendizado, das mais diversas formas. Agradeço aos meus pais, pelo apoio, confiança e investimento; agradeço aos meus professores, pelas lições; agradeço aos meus colegas, pelo convívio; agradeço à faculdade, pela oportunidade; agradeço aos meus companheiros de trabalho, pelos ensinamentos práticos.

Um especial agradecimento aos professores Julian Fonseca Peña Chediak e Álvaro Luiz Vereda Oliveira pelas distintas contribuições ao desenvolvimento deste estudo.

“(...) os que madrugam no ler, convém madrugarem também no pensar.

Vulgar é o ler, raro o refletir.”

Ruy Barbosa de Oliveira

Resumo

O presente estudo tem por objetivo analisar os processos de internacionalização dos mercados de capitais mundiais, de evolução do marco regulatório brasileiro e, ainda, de expansão regional e internacional da bolsa de valores BM&FBOVESPA. Para tanto, o trabalho será desenvolvido a partir do exame da caracterização geral do mercado de capitais enquanto segmento específico do Sistema Financeiro Nacional, da análise histórica de seu movimento de internacionalização e a consequente formação de uma sistemática subdivisão do mercado de capitais em diversos níveis de centros financeiros.

Passar-se-á então ao exame do marco regulatório do mercado de capitais em seus princípios e objetivos característicos, em seu histórico evolutivo e, ainda, em seu atual regime a ditar estrutura bipartida em subsistemas normativo e operativo. A etapa final do estudo consiste na análise do processo de formação de um centro financeiro regional para a América Latina a partir da expansão da atuação da BM&FBOVESPA, abordando os patamares atuais de expressividade internacional alcançados pelo mercado regional, os primeiros passos do processo de expansão já implementados e atualmente em curso e, por fim, as facilidades, dificuldades e etapas da agenda futura dedicada a tornar tal processo uma realidade concreta.

Restará comprovada, assim, a íntima relação entre o papel assumido pelo Brasil em meio à internacionalização dos mercados de capitais, o seu marco regulatório extremamente desenvolvido e sofisticado e o movimento pretendido de consolidação da BM&FBOVESPA enquanto centro financeiro latino-americano.

Palavras-chave

Mercado de capitais; Sistema Financeiro Nacional; regime jurídico; internacionalização; fluxos de capitais; marco regulatório; centros financeiros; subsistema normativo do mercado de capitais; subsistema operativo do mercado de capitais; bolsas de valores; BM&FBOVESPA; centro financeiro regional; "depository receipts".

Sumário

Lista de abreviações	7
Introdução	9
1. O mercado de capitais e sua internacionalização	12
1.1. Caracterização geral do mercado de capitais	12
1.1.1. O sistema financeiro nacional: mercados de crédito, monetário, cambial e de capitais	12
1.1.2. A relação entre o sistema financeiro – em especial o mercado de capitais – e o desenvolvimento econômico	17
1.2. A internacionalização do mercado de capitais	26
1.2.1. A internacionalização do início do século XX: intensificação dos fluxos de capitais internacionais	26
1.2.2. A internacionalização da metade do século XX: os processos de liberalização, de alteração na oferta e demanda dos mercados e de inovações tecnológicas e financeiras, em especial, a securitização	27
1.2.3. A internacionalização do final do século XX e início do século XXI: a vez das economias emergentes	30
1.2.4. Os efeitos da internacionalização do mercado de capitais	37
1.3. Contexto atual – a subdivisão do mercado de capitais	39
1.3.1. Centros financeiros globais, regionais internacionais, “offshore” e nacionais	39
1.3.2. O desenvolvimento histórico dos centros financeiros	43
1.3.3. Os centros financeiros globais: Nova Iorque, Londres e Tóquio	46

2. Marco regulatório do mercado de capitais	51
2.1. Princípios e objetivos da regulação do mercado de capitais	52
2.1.1. Teorias da captura, econômica e do interesse público	52
2.1.2. Objetivos maiores da regulação	53
2.2. Histórico da regulação brasileira	56
2.2.1. Regulação constitucional	56
2.2.2. Regulação infraconstitucional	57
2.3. Atual estrutura do mercado de capitais	63
2.3.1. Subsistema normativo	64
2.3.2. Subsistema operativo	67
 3. BM&BOVESPA: um centro financeiro regional para a América Latina	 80
3.1. O mercado regional	80
3.1.1. Histórico da BM&FBOVESPA	80
3.1.2. Patamares atuais: um “player” de expressividade internacional	84
3.1.3. Conclusão lógica: tornar a BM&FBOVESPA um centro financeiro regional	90
3.2. Os primeiros passos do processo de expansão	92
3.2.1. Os "depository receipts"	92
3.2.2. Outros movimentos preparativos para o processo	102
3.2.3. O projeto da BRAIN para integração dos mercados de ações, de fundos de investimento e de dívida corporativa de países da América Latina	104
3.3. Agenda Futura	109
3.3.1. Dificuldades: as principais reformas que se mostram necessárias	109
3.3.2. Facilidades: a atual conjuntura propícia à realização do movimento de expansão	111
3.3.3. Etapas do processo: desenvolvimento do mercado local; aumento de projeção e conectividade globais; consolidação do Brasil como centro de negócios da América Latina	113

Conclusão	116
------------------------	------------

Referências bibliográficas	121
---	------------

Lista de abreviações

ADRs – American Depositary Receipts	FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais	FMI – Fundo Monetário Internacional
BACEN – Banco Central do Brasil	FSA – Financial Services Authority
BDRs – Brazilian Depositary Receipts	GDRs – Global Depositary Receipts
BIRD – Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento	ICVM – Instrução da CVM
BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros	IDE – investimento direto estrangeiro
BM&FBOV ou BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA S.A.	iX – International Exchanges
BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo	JOM – Japanese Offshore Market
BRAIN – Brasil Investimentos & Negócios	MILA – Mercado Integrado Latino-Americano
BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados	NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations
CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia	NYSE – New York Stock Exchange
CEF – Caixa Econômica Federal	PIB – Produto Interno Bruto
CETIP – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos	PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar
CMN – Conselho Monetário Nacional	RFB – Receita Federal do Brasil
	S.A. – sociedade(s) anônima(s)
	SELIC – Sistema Especial de Liquidação e

CVM – Comissão de Valores Mobiliários	Custódia
DRs – Depositary Receipts	SEC – U.S. Securities and Exchange Commission
EAPC – Entidade Aberta de Previdência Complementar	SFH – Sistema Financeiro da Habitação
EFPC – Entidade Fechada de Previdência Complementar	SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito
FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos	SUSEP – Superintendência de Seguros Privados
	WFE – World Federation of Exchanges

Introdução

Se o papel da intermediação financeira em geral constitui prover os canais que possibilitam aos agentes econômicos deficitários (cuja pretensão de investimento supera a capacidade de poupança) a obtenção de recursos para seus projetos e, aos agentes econômicos superavitários (com capacidade de poupança excedente à intenção de investimento), por sua vez, a aplicação de suas poupanças, é certo que o mercado de capitais, enquanto um dos segmentos do Sistema Financeiro Nacional, desempenha função de inegável relevância na captação de recursos para o financiamento de projetos e pagamentos das empresas, que, através de sua estrutura, emitem publicamente seus valores mobiliários.

É assim que o mercado de capitais, ou o mercado de valores mobiliários, via emissão pública de valores mobiliários, promove operações voltadas à canalização de recursos para as entidades emissoras. A natureza arriscada desses negócios de participação no capital das sociedades captadoras, em que o retorno do acionista investidor depende da lucratividade da companhia emissora dos títulos, encontra compensação na usual liquidez dos ativos mobiliários postos à negociação.

Foi em reconhecimento à tamanha importância das funções de intermediação de recursos econômicos, de instrumentalização de políticas monetárias e cambiais e de concretização de operações creditícias, todas exercidas pelo sistema financeiro, que a Carta Magna de 1988 reconheceu o dever do Estado de regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários – enquanto segmento do referido sistema – em estrita atenção ao desenvolvimento equilibrado do país e aos interesses da coletividade. Nesse sentido, segue transcrição do *caput* do art. 192 da Constituição Federal vigente:

Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

Entretanto, há que se ressaltar, ainda que constitucionalmente reconhecida, bem como cada vez mais latente na realidade fática a relevância da projeção do regime jurídico do mercado

de capitais brasileiro, em sua dupla natureza, pública e privada¹, também é verdade que a dedicação da literatura jurídica nacional ao tema se mostra incompatível com a sua atual expressividade. Como bem ressalta o jurista Nelson Eizirik, em sua obra de 2008 acerca do regime jurídico do nosso mercado de capitais, a ainda escassa produção doutrinária contraria a crescente e já bastante expressiva importância desse ramo do sistema financeiro, como se vê:

“praticamente ainda inexistem, entre nós, livros jurídicos que busquem analisar, de forma abrangente e sistemática, o conjunto de normas legais e administrativas que disciplinam o mercado de capitais brasileiro. Isto a despeito da crescente relevância deste setor na atividade econômica, particularmente nos últimos anos, em que o mercado de capitais, entre nós, apresentou notável evolução, contribuindo fortemente para o processo de capitalização das empresas produtivas nacionais, que é sua finalidade última.” (Eizirik, 2008, Introdução)

E se a abordagem genérica do regime jurídico é rarefeita, que se diga quanto aos estudos específicos sobre a internacionalização do mercado de capitais – uma das mais marcantes características de sua configuração moderna –, e, ainda, sobre o papel da BM&FBOVESPA nesse processo. Esses são alguns dos fatores – a pujante relevância do tema, além da pequena oferta de trabalhos a seu respeito – que motivaram a realização do presente estudo, no qual serão analisados os principais aspectos da expansão internacional dos mercados de capitais, bem como do correspondente movimento da Nova Bolsa.

Quando da exposição acerca do mercado de capitais e sua internacionalização, serão vistas a caracterização geral do segmento do sistema financeiro e sua relação com o desenvolvimento econômico dos países, além do histórico do processo de globalização para os diversos mercados, bem como seus efeitos. Ainda nesse prisma, tendo em vista os efeitos e resultados do movimento em questão, cumpre analisar a atual subdivisão dos mercados de capitais em variados níveis de centros financeiros.

¹ Nesse sentido, destaca o autor Siegfried Kümpel a dupla natureza – privada e pública – do regime jurídico do mercado de capitais, como se vê no seguinte trecho de sua obra: “O Direito do Mercado de Capitais, com suas normas de Direito Privado, pertence, dentro do sistema jurídico, ao Direito Econômico. É parte do Direito Comercial em um sentido amplo, na medida em que regula os negócios com valores mobiliários no mercado e a prestação de serviços de investimento dos bancos aos seus clientes. No entanto, o Direito do Mercado de Capitais é também impregnado fortemente por normas de Direito Público, que refletem o intenso interesse público em mercados funcionalmente capacitados. Trata-se aqui principalmente de normas organizacionais para as Bolsas de Valores e para a fiscalização estatal, bem como dos deveres de conduta na fiscalização dos bancos quando da prestação de serviços de investimento. No sistema jurídico, tais disposições legais de Direito Público formam parte do Direito relativo à administração econômica do Estado (Direito Administrativo Econômico).” (Kümpel, 2007, p. 7 – 8)

Quanto ao estudo do marco regulatório do segmento – fundamental para a compreensão não apenas das implicações práticas da internacionalização sobre a regulação brasileira, mas também das possibilidades e das medidas pendentes para a continuidade e o aprofundamento do processo de expansão – serão colocados sob enfoque os princípios e objetivos da regulação, a sua evolução histórica e, ainda, o delineamento da atual estrutura do mercado de capitais, dividida em subsistemas próprios.

Por fim, para tratar do movimento dedicado a tornar a BM&FBOVESPA um centro financeiro regional para a América Latina, faz-se necessária a análise do mercado mobiliário regional, em seus patamares atuais de desenvolvimento e liderança, além dos primeiros passos já tomados no sentido da expansão e, então, da agenda futura e suas medidas que se revelam essenciais para a continuidade da ampliação, com suas facilidades, desafios e etapas específicas.

1. O mercado de capitais e sua internacionalização

Previamente ao estudo específico do processo de transformação da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA S.A. (BM&FBOVESPA) em um centro financeiro regional da América Latina, tendo como pano de fundo o fenômeno de internacionalização do mercado de capitais, é de suma importância analisar o desenvolvimento desse mercado desde a sua origem até o seu desenrolar transfronteiriço, bem como o respectivo marco regulatório vigente. Vejamos então.

1.1. Caracterização geral do mercado de capitais

1.1.1. O sistema financeiro nacional: mercados de crédito, monetário, cambial e de capitais

Ultrapassada a ilustração de economia primitiva de Robison Crusoé em sua ilha², na qual os papéis de investidor e poupador se concentravam em uma só pessoa, a moderna economia de mercado passou a contar com uma complexa estrutura de intermediação de recursos entre os vários agentes: o sistema financeiro.

Em meio à coexistência de agentes deficitários – cuja pretensão de investimento supera a capacidade de poupança – e agentes superavitários – cuja capacidade de poupança excede a intenção de investimento –, é papel da intermediação financeira prover os canais que possibilitam aos primeiros a obtenção de recursos para seus projetos e, ao segundos, a aplicação de suas economias.

É atuando nessa intermediação de recursos que o sistema financeiro exerce papel de relevo em meio ao desenvolvimento econômico de todo o país: ao criar para o público investidor instrumentos de poupança com rendimentos atraentes e que respeitem prazos e liquidez,

² No citado caso da literatura econômica, o sobrevivente de naufrágio Robison Crusoé passa a habitar uma ilha até então deserta e alimentar-se do produto de sua pescaria diária. Decide, depois de certo tempo, construir uma rede de pesca, trabalho que lhe consome um dia inteiro, de modo a obrigá-lo a reduzir o seu consumo diário de peixe, num típico ato de poupança destinado a viabilizar um próximo ato de investimento – a construção da rede, um bem de capital, a partir da utilização dos recursos poupados.

contribui para a expansão do volume total de poupança da economia; incentivando a alocação mais eficiente da riqueza, por permitir a transferência de recursos para os setores que apresentam demanda carente, de forma a transformar os fundos poupados em capital produtivo.

O sistema financeiro assume a função primordial correspondente à intermediação da circulação do capital, no entanto, possui diversas atividades secundárias que também lhe são características, como a cobrança e a custódia de títulos, a realização de transferências eletrônicas, a compra e venda de moedas estrangeiras, a intermediação da negociação de valores mobiliários, a administração de fundos de investimento, entre outras.

O referido sistema se subdivide nos seguintes segmentos: mercado de crédito, mercado monetário, mercado cambial e mercado de capitais. No primeiro deles, são efetivadas as operações tipicamente bancárias acima exemplificadas, atuando as instituições financeiras como intermediárias na captação e empréstimo de recursos, promovendo o financiamento do consumo e do capital de giro das empresas. Já o mercado monetário dedica-se a operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos, sem necessidade de intermediação financeira, pois as autoridades monetárias vendem e recompram diretamente títulos da dívida pública, reduzindo e aumentando o nível de liquidez da economia. No mercado cambial, as operações também se caracterizam pelo curto prazo, mas têm como objeto a compra e venda de moeda estrangeira, de modo que a intermediação por instituições financeiras faz-se sempre necessária, sendo elas as responsáveis por viabilizar o fluxo de capitais para dentro e fora do país.

O mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários, por sua vez, se caracteriza pela promoção de operações voltadas à canalização de recursos para as entidades emissoras – como as sociedades anônimas abertas – mediante a emissão pública de valores mobiliários. Enquanto as operações bancárias envolvem operações de financiamento por meio de empréstimos, o mercado de capitais promove negócios de participação, em que o retorno a ser recebido pelo acionista depende da lucratividade da companhia emissora dos títulos.

Desse modo, a função econômica essencial do quarto segmento do sistema financeiro constitui a captação de recursos para o financiamento dos projetos e dos pagamentos das empresas, emitindo-se publicamente os seus valores mobiliários. Em não sendo os títulos

equivalentes a empréstimos, as respectivas sociedades não ficam obrigadas a devolver os recursos investidos pelo público – há exceções à regra geral, como no caso das debêntures, em que o título de crédito é representativo de empréstimo assumido pela companhia junto a terceiros, assegurando a seus detentores direito de crédito contra a emissora –, mas sim a remunerá-los sob a forma de dividendos decorrentes da situação de apuração de lucro. Reside aí a natureza “de risco” do mercado de capitais, já que não é dada aos investidores qualquer garantia de retorno de seus investimentos, sendo ele inteiramente dependente dos resultados do empreendimento econômico do qual se escolheu participar. A natureza arriscada é usualmente compensada, entretanto, pela característica de liquidez dos ativos mobiliários, que são, especialmente quando negociados em bolsas de valores, facilmente transformáveis em dinheiro. (Eizirik, 2008, p. 2 – 9)

Além da capitalização das empresas, o mercado de capitais desempenha outras funções econômicas de relevo, como as seguintes: a compatibilização dos prazos de oferecimento e recebimento de recursos entre os agentes do mercado, conciliando o interesse do poupador de oferecer recursos no curto prazo com a intenção da empresa emissora de obtenção de investimento de médio e longo prazos; compatibilização, dessa vez, dos montantes de capital, que se convertem, de pequenos e médios recursos individualmente aportados, quando somados, em grandes montantes de capital para a subscrição de valores mobiliários; a transformação da espécie de risco dos investimentos ao tornar um conjunto de aportes de alto risco individual, de menor liquidez e longo prazo em um total de capital dotado de maior segurança e menores prazos de investimento; possibilitação de maior agilidade na transferência de recursos entre os agentes, tendo em vista a padronização das diversas espécies de valores mobiliários, o que lhes permite a circulação mais ágil e em maior número; e, ainda, o recolhimento de informações gerais sobre oferta e demanda de recursos, de determinado mercado, a certo tempo. (Mello, 1979, p. 28 – 29)

Importante ressaltar que, ao contrário do que acontece no mercado de crédito, a mobilização de poupança operada pelo mercado de capitais não conta com a intermediação financeira das instituições profissionais, uma vez que as operações se dão diretamente entre a entidade emissora (agente econômico deficitário) e o investidor (agente econômico superavitário), fluindo os recursos imediatamente deste para aquela. Não obstante haja certos casos em que se requer a presença de instituição financeira – como na emissão pública de valores mobiliários –, em

que ela atua como agente “underwriter”³, a sua atuação não se confunde com a captação e concessão de crédito típicas do segmento do mercado de crédito, pois não há intermediação financeira propriamente dita, mas sim a participação na subscrição de títulos colocados publicamente.

O segmento do sistema financeiro relativo ao mercado de capitais pode, por sua vez, ser subdividido em mercado primário e mercado secundário. É naquele em que se atende à finalidade primordial de captação de recursos do público para as entidades emissoras, pois é nele que ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mobilizando a poupança popular. Já as operações do mercado secundário são realizadas entre os próprios poupadores, sem vincular a companhia emissora dos valores mobiliários e sem emissão de novos títulos. Atua o mercado secundário, então, na atribuição de liquidez aos valores mobiliários emitidos no primário, estando a capacidade de certa companhia de emitir novos títulos diretamente relacionada à liquidez atribuída pelo segmento secundário aos valores por ela já emitidos, tendo em vista a preferência de investidores por valores mais fácil e rapidamente alienáveis. A cotação das ações de determinada companhia no mercado secundário, por exemplo, constitui parâmetro essencial para o cálculo do preço de emissão das novas ações no mercado primário, como legalmente imposto, inclusive, pelo art. 170 da Lei nº 6.404/76, em seu parágrafo 1º, inciso III⁴.

A compra e venda de valores mobiliários no mercado secundário pode ocorrer em Bolsas de Valores, Bolsas de Futuros e Mercadorias, mercados de balcão ou mesmo privadamente, de modo direto entre comprador e vendedor. As Bolsas correspondem a entidades que atuam na centralização das operações do segmento secundário do mercado, fazendo uso de sistemas de

³ A atividade de “underwriting” constitui na captação de recursos junto ao público investidor, pelas instituições financeiras, quando da emissão pública de valores mobiliários por empresas, que, apesar de se interessarem pela captação de capital para financiar suas atividades e projetos de desenvolvimento, não apresentam capacidade profissional nem experiência para apelar diretamente à poupança popular, tampouco desejam assumir os riscos inerentes à venda pública dos títulos a serem emitidos. Assim, as instituições financeiras servem de elo de aproximação entre a empresa emissora de títulos e os investidores, prestando assessoria à companhia em todas as etapas do lançamento ao público. A necessidade de prévia autorização pela CVM, bem como de intermediação por instituição financeira para a emissão pública de valores mobiliários pelas companhias está prevista no art. 19, *caput* e parágrafo 4º, da Lei nº 6.385/76 e no art. 3º, parágrafo 2º, da Instrução CVM nº 400/03.

⁴ Assim dispõe o art. 170 da Lei nº 6.404/76, parágrafo 1º: “§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; II - o valor do patrimônio

pregão – hoje predominantemente eletrônicos, mas que já foram feitos por meio de voz – que asseguram a continuidade das operações, bem como a divulgação instantânea dos preços cotados, provendo, ainda, facilidades para a custódia e transferência dos valores mobiliários listados. As Bolsas assumem também o papel de entidades autorreguladas, impondo às instituições que nelas operam um conjunto de padrões éticos a guiar as transações e negociações.

Os mercados de balcão, por outro lado, se destinam às operações do mercado secundário que se realizam fora do ambiente de Bolsas de Valores, ainda que com a intermediação de instituições financeiras. Dividem-se em mercados de balcão organizado e não organizado, sendo o primeiro institucionalizado, dotado de entidade centralizadora e reguladora das operações, enquanto o segundo tem funcionamento descentralizado, sem entidade específica que zele pela transparência dos negócios intermediados⁵⁻⁶.

Tanto as Bolsas de Valores e de Futuros e Mercadorias quanto os mercados de balcão organizados possuem práticas similares destinadas ao desenvolvimento regular e ordenado das operações do mercado secundário, dentre as quais se destacam: a limitação do acesso à

líquido da ação; III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.”.

⁵ A ausência de entidade centralizadora e reguladora das operações, nos mercados de balcão não organizados, não significa, no entanto, que tais ambientes sejam absolutamente desregulados, tendo em vista a competência da Comissão de Valores Mobiliários para estabelecer padrões de comportamento que devam ser adotados nas operações com títulos e contratos de investimento destinados à negociação, inclusive em ambientes de balcão – organizado ou não –, bem como para recusar a admissão ao mercado de emissões que não satisfaçam a esses padrões, conforme disciplinado no art. 2º, parágrafo 3º, inciso IV, da Lei nº 6.385/76, como se vê: “§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.”.

⁶ Não se pode deixar de mencionar que os mercados de balcão não organizados estiveram no centro da crise financeira internacional de 2008. Muitos estudiosos sustentam que o desenvolvimento de uma “franja” cada vez mais importante do sistema financeiro, alheia aos mecanismos de supervisão e regulação e com níveis insuficientes de transparência e “accountability” (termo sem tradução precisa, que representa os deveres de prestar contas, de agir de modo transparente e de eficiência na gestão de recursos alheios) tornou-se evidente em 2008. Para essa corrente, juntamente com as jurisdições não-cooperativas e com os paraísos fiscais, os mercados de balcão não organizados reforçaram a presença de um verdadeiro sistema bancário paralelo (do inglês, “shadow banking system”), cujas operações amplificaram os riscos sistêmicos e turvaram a percepção das autoridades locais sobre o grau de alavancagem dos agentes financeiros e a natureza dos riscos que estavam sendo tomados. Na esteira das reformas que se passou a adotar a partir daí, o Brasil, com a Instrução CVM nº 480/09, disciplinou o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados, inclusive mercados de balcão.

negociação a membros habilitados, comumente sociedades corretoras; a imposição de regras de negociação uniformes, como as relativas ao horário das operações, às unidades transacionadas e aos procedimentos de liquidação; a instituição de procedimentos de compensação, que diminuem os riscos de inadimplência; o estabelecimento de processos para resolução de disputas entre os membros; a criação de Fundos de Garantia destinados a segurar eventuais prejuízos causados pelos intermediários aos seus clientes; a exigência de preenchimento de determinados requisitos para a admissão de companhias emissoras de valores mobiliários a serem postos à negociação; a fixação de modelos contratuais para lastrearem operações a termo, a futuro e com opções; no âmbito de seu poder autoregulatório, a elaboração e fiscalização de normas acerca da conduta ética a ser seguida pelos intermediários nas operações; e, ainda, o estímulo permanente à adoção e manutenção de níveis de governança corporativa pelas emissoras listadas. (Eizirik, 2008, p. 9 – 12)

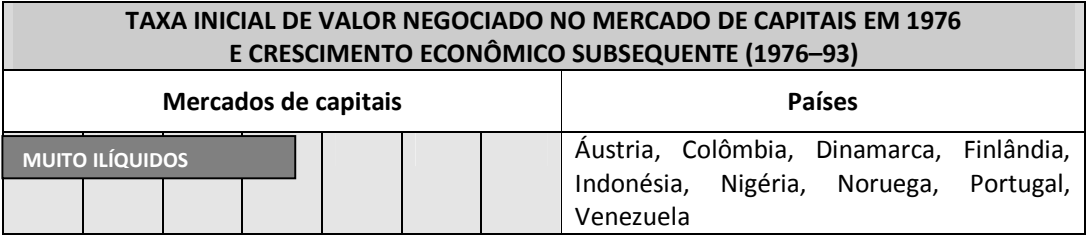
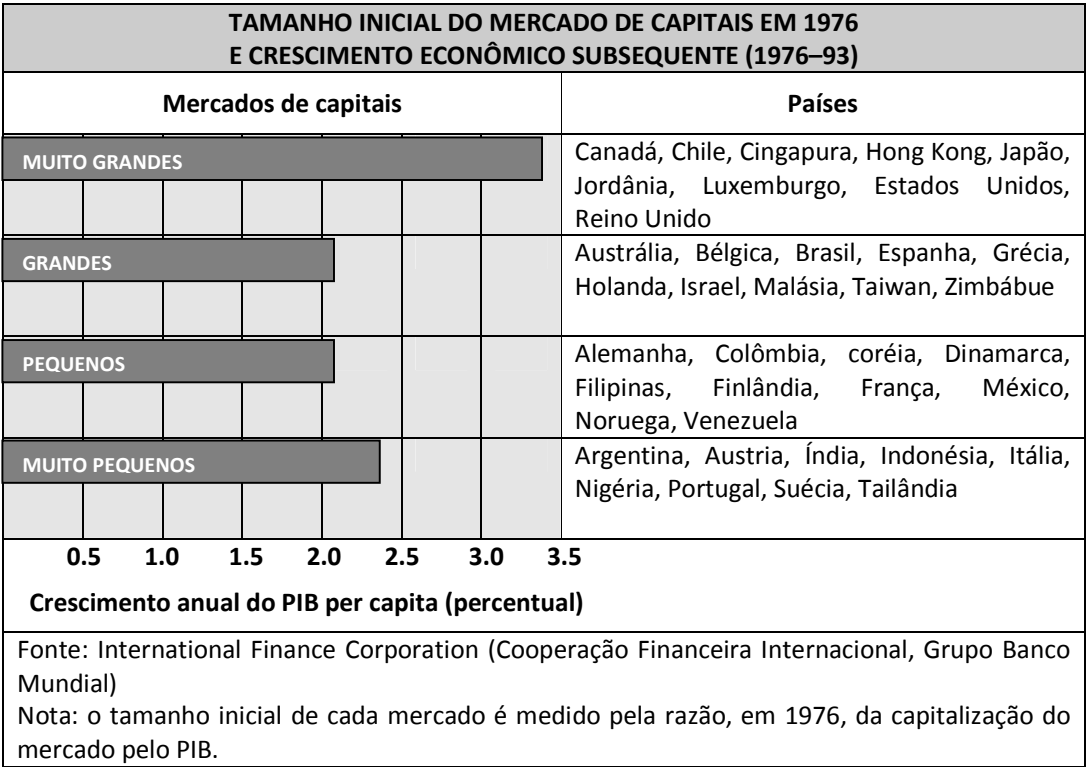
1.1.2. A relação entre o sistema financeiro – em especial o mercado de capitais – e o desenvolvimento econômico

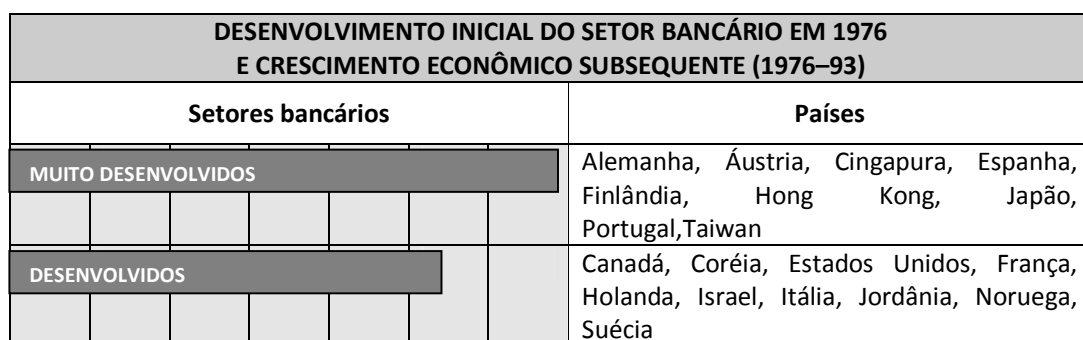
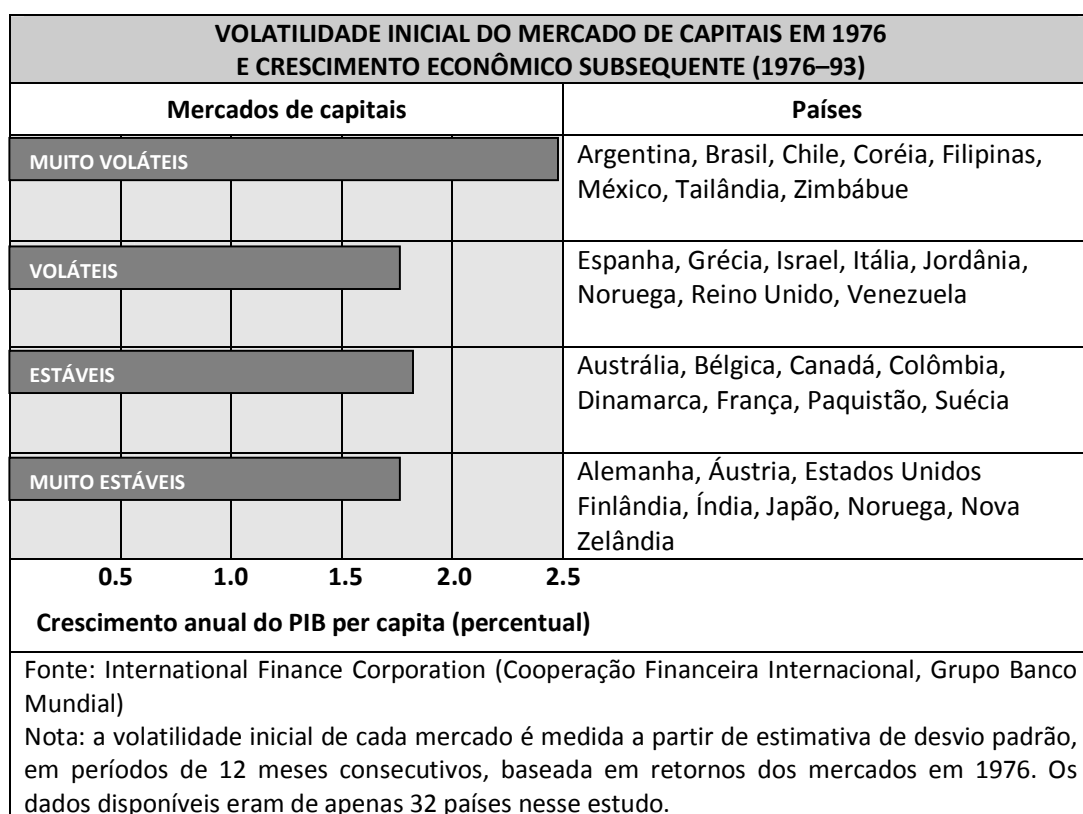
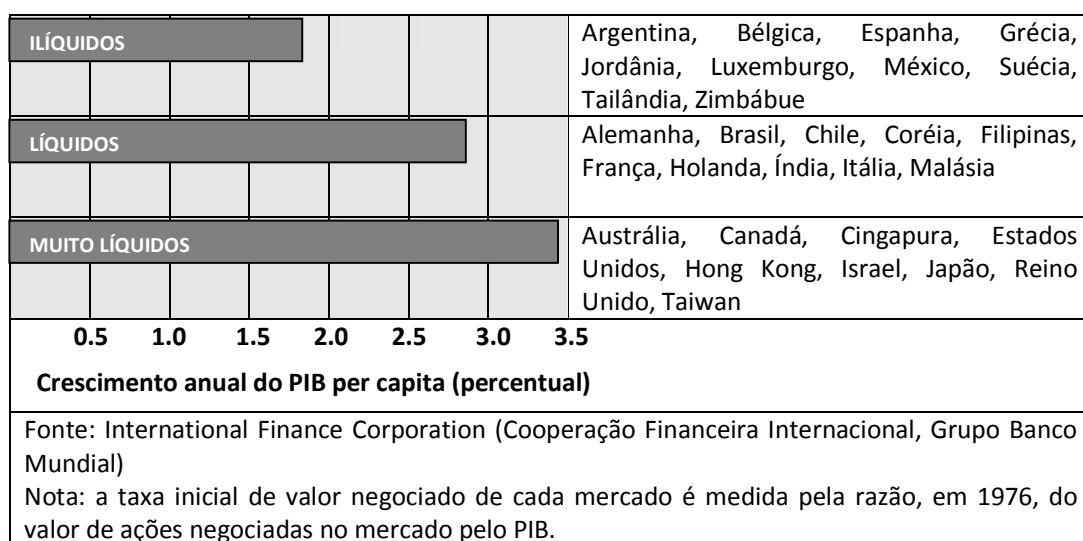
Há muitos estudos no sentido de demonstrar associação bastante positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento da economia como um todo, não havendo, porém, consenso sobre se o mercado financeiro se desenvolve em função do crescimento econômico ou se é o crescimento do sistema financeiro quem contribui diretamente para a prosperidade da economia. De qualquer modo, é evidente que taxas mais altas de crescimento econômico são observadas em países cujos sistemas financeiros e, em especial, os mercados de capitais, se encontram em patamar mais avançado. (Eizirik, 2008, p. 10)

Nesse sentido, parece bastante ilustrativo o estudo de Ross Levine, economista atuante na Divisão de Finanças e Desenvolvimento do Setor Privado do Departamento de Pesquisa Política do Banco Mundial, destinado a identificar os principais fatores determinantes do crescimento de trinta e oito países (economias desenvolvidas e economias em processo de desenvolvimento) no período compreendido entre 1976 a 1993 – período especialmente relevante por ter correspondido ao auge do desenvolvimento dos sistemas financeiros mundo afora. Constatou-se a existência de clara correlação positiva e estatisticamente significativa entre o nível de desenvolvimento e liquidez dos mercados acionários em 1976 e as taxas de crescimento

econômico no período seguinte. Resultados semelhantes foram encontrados na correlação entre o crescimento econômico e o tamanho e nível de desenvolvimento dos sistemas bancários. Os gráficos abaixo demonstram tais constatações. (Levine, 1996, p. 8 – 9)

ÍNDICE
Gráfico 1 – Tamanho inicial do mercado de capitais em 1976 e crescimento econômico subsequente (1976–93)
Gráfico 2 – Taxa inicial de valor negociado no mercado de capitais em 1976 e crescimento econômico subsequente (1976–93)
Gráfico 3 – Volatilidade inicial do mercado de capitais em 1976 e crescimento econômico subsequente (1976–93)
Gráfico 4 – Desenvolvimento inicial do setor bancário em 1976 e crescimento econômico subsequente (1976–93)





POUCO DESENVOLVIDOS								Austrália, Bélgica, Dinamarca, Filipinas, Grécia, Malásia, Reino Unido, Tailândia, Venezuela
SUBDESENVOLVIDOS								Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Índia, Indonésia, México, Nigéria, Zimbábue
0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5		
Crescimento anual do PIB per capita (percentual)								
Fonte: International Monetary Fund (Fundo Monetário Internacional)								
Nota: o desenvolvimento inicial de cada sistema bancário é medido através do percentual do PIB de 1976 referente a empréstimos bancários concedidos a empreendimentos. Os dados disponíveis eram de apenas 37 países nesse estudo.								

Há uma série de razões pelas quais um sistema financeiro eficiente, combinando à boa atuação do mercado de capitais com o sistema bancário, acelera o crescimento econômico de um país, quais sejam: permite-se atingir uma taxa de investimento mais alta para um dado nível de poupança financeira bruta, pois, através da operação eficiente de mercados secundários, vazamentos são reduzidos e recursos de poupança de curto prazo são transformados em fontes de capital de risco e empréstimo de longo prazo. Também são criadas condições que propiciam a otimização do aproveitamento dos recursos investidos, tendo em vista a otimização da qualidade das informações e da alocação de recursos, dirigindo-os para os investimentos que se mostram mais produtivos. Ao se liberar as empresas da estrita dependência do volume de seus recursos próprios, viabiliza-se a adoção de escalas e tecnologias ideais; propicia-se a geração de instrumentos e produtos financeiros eficazes na promoção da oferta de recursos para o financiamento de empresas emergentes e de inovação tecnológica, um dos principais componentes do aumento de produtividade. Ainda, são reforçados os mecanismos de monitoração e transparência na gestão das companhias, elevando-se consideravelmente a qualidade dos padrões e práticas de governança corporativa.

Além disso, um mercado de capitais eficientemente desenvolvido é capaz de reduzir os custos operacionais mediante a criação de instrumentos, contratos e mecanismos padronizados que reduzam a assimetria de informações, bem como os custos de transação, permitindo a exploração de economias de escala e a simplificação e automatização da operação e do controle propiciadas pela informatização dos processos. Esse aumento de produtividade acaba por intensificar a concorrência nos mercados financeiros, de crédito e de capitais e, com isso, reduz o custo médio de capital. (Rocca, 2004, p. 14 – 15)

De fato, percebe-se uma correlação positiva entre desenvolvimento dos mercados de capitais e crescimento econômico. Não obstante, para além de verificações numéricas na forma de taxas e índices, para efeitos de sustentabilidade dos ciclos econômicos, as avaliações qualitativas são tão ou mais importantes do que as medidas quantitativas. Isso porque expansões não sustentáveis dos mercados financeiros e de capitais, haja vista opções equivocadas em matéria de políticas macroeconômicas, regulatórias e de supervisão, acabam por forçar relevantes ajustes compensatórios no médio e longo prazo, o que pode comprometer significativamente crescimento, emprego, renda e bem estar econômico e social.

As lições decorrentes da crise financeira de 2008, conhecida também por crise do “subprime” (a crise foi marcada pela quebra de instituições de crédito dos EUA, que concediam empréstimos hipotecários de alto risco – em inglês: “subprime loan” ou “subprime mortgage” –, levando diversos bancos tradicionais à situação de insolvência e repercutindo fortemente sobre bolsas de valores mundo afora), apontam para o risco de se incentivar o surgimento de “bolhas especulativas” em mercados sistemicamente relevantes, o que coloca o conceito de sustentabilidade do crescimento no centro da preocupação das autoridades responsáveis pela formulação de políticas econômicas, reguladores e supervisores – deve-se evitar a “exuberância irracional dos mercados”⁷. A história econômica recente registra o surgimento de importantes bolhas especulativas nos mercados financeiros e de capitais dos países desenvolvidos, como demonstram a experiência do Japão nos anos 90 e dos EUA no final da década de 1990 e início do século XXI.

⁷ Nesse sentido, parece bastante ilustrativo o trecho que trata de “As Raízes das Causas da Crise Atual” da ata do encontro dos Líderes do G20, reunidos em Washington em dia 15/11/2008, em meio aos sérios desafios à economia mundial e aos mercados financeiros então latentes. Segue transcrição do referido trecho: “***Durante um período de forte crescimento global, com fluxos de capital em ascensão e estabilidade prolongada no início desta década, os participantes do mercado buscaram retornos mais elevados sem adequada avaliação dos riscos e falharam em adotar os procedimentos apropriados de monitoramento. Ao mesmo tempo, padrões fracos de subscrição, práticas inadequadas de gerenciamento de risco, produtos financeiros cada vez mais complexos e opacos e consequente alavancagem excessiva criaram conjuntamente vulnerabilidades no sistema. Os formuladores de políticas, reguladores e supervisores de alguns países desenvolvidos não avaliaram adequadamente os riscos que se criavam nos mercados financeiros e o ritmo da inovação financeira e também não levaram em consideração as implicações sistêmicas de ações de regulamentação nacionais.***” (grifos nossos) (Declaração da Cúpula de Líderes dos Mercados Financeiros e Economia Mundial, Washington DC, 15 de novembro de 2008. Disponível em <<http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115-br.html>>. Acesso em 02 nov. 2011.)

Por último, deve-se ressaltar a capacidade do sistema financeiro avançado de desenvolver mercados e instrumentos específicos para administrar e distribuir os riscos dos negócios, permitindo às empresas do setor produtivo assumir os riscos que lhes são próprios e, ao mesmo tempo, transferir os demais para terceiros, sejam estas outras empresas com exposições de risco complementares (transferência de risco que costuma ser feita por meio de instrumentos de “swap”⁸) ou mesmo outras entidades em condições de assumi-los. (Rocca, 2004, p. 15 – 16)

O surgimento dos derivativos e a difusão de seu uso pelo mercado como mitigador de risco foi considerado como uma das mais importantes inovações financeiras recentes. Não obstante, a crise de 2008, mais uma vez, trouxe como lição que a gestão dos riscos não deve superestimar a capacidade de mitigação que estes instrumentos efetivamente apresentam. Muitos economistas passaram a defender, a partir de então, que alguns riscos, quer por seu nível de difusão, quer por seu volume, devem ser acompanhados de perto pelos reguladores e supervisores e, em função do grau de sensibilidade por eles atribuídos, eventualmente suscitar até mesmo reflexos de natureza macroeconômica e regulatória.

Essa relação entre crescimento econômico e desenvolvimento do mercado de capitais está intimamente relacionada ao processo de internacionalização do setor, a seguir estudado em detalhes. É claro que a velocidade com que as mudanças acima descritas vêm ocorrendo, talvez em especial nas economias emergentes, representa um excepcional desafio para os órgãos reguladores na elaboração de regras que assegurem funcionalidade e eficiência aos novos instrumentos e mecanismos, além de fornecerem a devida proteção aos interesses dos

⁸ As operações de “swap” se caracterizam pela troca de posições quanto ao risco e à rentabilidade, entre investidores. O contrato de troca tem como objeto moedas, “commodities” ou ativos financeiros. Em termos mais financeiros, as “swaps” são operações de troca de indexadores de fluxos de caixas futuros, sendo utilizadas na gestão de riscos financeiros, para a compatibilização de fluxos de caixa do ativo e do passivo de determinada empresa. Tais operações podem ser realizadas entre empresas, diretamente, ou entre empresas e instituições financeiras, que, quando assumem o papel de intermediadoras, buscando uma das partes da operação, atuam como “swap brokers” e, quando assumem efetivamente uma das pontas do contrato de troca, atuam como “swap dealers”. As “swaps” mais comumente praticadas no mercado brasileiro são a “swap” cambial, em que há a troca de taxa de variação cambial (variação do valor de certa moeda em relação ao preço do dólar) por juros pós-fixados, envolvendo, simultaneamente, a compra e a venda de moedas; e a “swap” de taxa de juros, em que há troca da taxa de juros pré-fixados por juros pós-fixados (conforme a variação de determinado índice) ou o vice-versa – usuais quando surge interesse em evitar o risco de uma alta nos juros. A espécie mais comum dessa última modalidade, bem como a mais usualmente praticada, é conhecida por “swap plain vanilla”, em que se troca uma taxa de juros pré-fixados por outra de juros pós-fixados. (Faria, 2000, p. 104)

investidores e a minimização dos riscos para o sistema como um todo. A história das últimas décadas é rica em exemplos de crises bancárias e episódios de alta volatilidade nos mercados financeiros, inclusive o de capitais. É nesse sentido que se sustenta que a experiência passada nos fornece razões para acreditar que a existência de um sistema financeiro diversificado e bastante solidificado é imprescindível ao estímulo do crescimento econômico, à minimização dos efeitos e à redução da duração de crises que venham a afetar um ou outro segmento do sistema.

Nesse contexto, muitos especialistas apontam o papel da regulação como pressuposto da existência de sistemas financeiros sólidos. De forma a demonstrar a adoção prática desse entendimento, tem-se o reconhecimento da importância de uma boa regulação para a sustentabilidade dos ciclos econômicos pelos líderes das principais economias do planeta, reunidos em novembro de 2008 no âmbito do G-20, que então se comprometeram com a promoção de importantes reformas no sistema financeiro:

*“Além das medidas mencionadas anteriormente, **nós implementaremos reformas que fortalecerão os mercados financeiros e os regimes de regulação, de forma a evitar crises futuras.** Regulação é em primeiro lugar responsabilidade dos reguladores nacionais que constituem a primeira linha de defesa contra a instabilidade do mercado. No entanto, **nossos mercados financeiros são globais em seu escopo, consequentemente, a intensificação da cooperação internacional entre os reguladores e o aprimoramento das normas internacionais, quando necessário e sua implementação consistente são necessários para proteger contra desenvolvimentos transnacionais, regionais e globais adversos, impactando a estabilidade financeira internacional. Os reguladores devem assegurar que as suas ações de apoio à disciplina de mercado evitem impactos potencialmente adversos sobre outros países, inclusive a arbitragem regulatória e apoio à concorrência, ao dinamismo e à inovação no mercado.** As instituições financeiras também devem assumir sua responsabilidade pela turbulência e devem fazer sua parte para superá-la inclusive por meio do reconhecimento das perdas, da melhoria da transparência e do fortalecimento de suas práticas de governança e do gerenciamento de riscos.” (grifos nossos) (Declaração da Cúpula de Líderes dos Mercados Financeiros e Economia Mundial, Washington DC, 15 de novembro de 2008. Disponível em <<http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115-br.html>>. Acesso em 02 nov. 2011.)*

Reunidos novamente em Londres, no ano seguinte, comprometeram-se com nova agenda de reformas para o setor, entre as quais, diversas de caráter regulatório, como se vê no seguinte trecho da “Declaração sobre o Fortalecimento do Sistema Financeiro”, gerada a partir das discussões do encontro:

“O âmbito da regulamentação:

Nós concordamos que todas as instituições financeiras, mercados e instrumentos sistemicamente importantes devem ser sujeitos a um grau adequado de regulação e supervisão. Em especial:

- *vamos alterar os nossos sistemas de regulação para garantir que as autoridades sejam capazes de identificar e levar em conta riscos prudenciais em todo o sistema financeiro, incluindo os bancos*

regulamentados e não regulamentados, e concentrações privadas de capital, para limitar a acumulação de risco sistêmico. Solicitamos que o 'Financial Stability Board' trabalhe em conjunto com o 'Bank for International Settlements' e entes internacionais de normalização para o desenvolvimento prudencial de ferramentas e para a apresentação de um relatório a respeito até o outono de 2009;

- as grandes e complexas instituições financeiras requerem supervisão especialmente cuidadosa dada a sua importância sistêmica;*
- vamos garantir que os nossos reguladores nacionais possuam os poderes para reunir informações relevantes sobre todas as instituições financeiras, mercados e instrumentos, a fim de avaliar o potencial de suas falhas ou graves crises contribuírem para o risco sistêmico. Isto será feito em estreita coordenação a nível internacional a fim de assegurar a máxima coerência possível entre as várias jurisdições;*
- a fim de evitar a arbitragem regulatória, o FMI e do 'Financial Stability Board' elaborarão orientações para que as autoridades nacionais avaliem se uma instituição financeira, um mercado, ou um instrumento é sistemicamente importante até a próxima reunião dos Ministros de Finanças e Governadores do nosso Banco Central. Essas diretrizes devem se concentrar mais na realidade fática da atuação dessas instituições do que nas suas atribuições jurídicas;*
- os fundos de hedge ou os seus gestores serão registrados e serão obrigados a divulgar informações adequadas continuamente para os supervisores ou reguladores, inclusive sobre o seu nível de alavancagem, necessário para a avaliação dos riscos sistêmicos que representam individualmente ou coletivamente. Se for o caso, a inscrição deve ser sujeita a um tamanho mínimo dos fundos. Eles serão sujeitos a uma supervisão para garantir que tenham gestão de risco adequada. Pedimos ao 'Financial Stability Board' para desenvolver mecanismos de cooperação e compartilhamento de informações entre as autoridades competentes a fim de garantir que a supervisão eficaz seja mantida sempre que um fundo esteja localizado em uma jurisdição diferente daquela em que está o seu gerente. Vamos, cooperando através do 'Financial Stability Board', desenvolver medidas que implementem esses princípios até o final de 2009. Solicitamos ao 'Financial Stability Board' um relatório a esse respeito para a próxima reunião dos Ministros de Finanças e Governadores do nosso Banco Central;*
- os supervisores devem exigir que as instituições que tenham fundos de hedge como suas contrapartes mantenham uma gestão eficaz de riscos. Isso deve incluir mecanismos para monitorar a alavancagem dos fundos e estabelecer limites para exposições individuais das contrapartes;*
- vamos promover a padronização dos mercados de derivados de crédito, especialmente através da criação de centrais de compensação sujeitas a efetivas regulamentação e supervisão. Apelamos à indústria que desenvolva um plano de ação para a referida padronização até ao outono de 2009; e*
- vamos todos rever e adaptar regularmente as regras e limites da regulação a fim de acompanhar os constantes desenvolvimentos do sistema financeiro, além de promover boas práticas e abordagens coerentes a nível internacional.” (tradução nossa, grifo nosso) (Declaration on Strengthening the Financial System – London Summit, 2 april 2009. Disponível em <http://www.canadainternational.gc.ca/g20/annex1-annexe1_fin_2009.aspx?view=d>. Acesso em 02 nov. 2011.)*

Não obstante o posicionamento a favor da regulação como pressuposto essencial ao sistema financeiro eficiente, que considera a ausência de boa e ampla regulamentação, inclusive, como uma das maiores causas da crise de 2008, há de se ressaltar a existência de corrente atualmente crescente a considerar a referida depressão como oriunda não de excessos na desregulamentação do mercado norte-americano, mas sim de efetiva regulamentação não apenas

demasiadamente invasiva, mas principalmente, baseada em condições artificiais. Cada vez mais, os defensores do livre mercado vêm apontando como origem para a crise do “subprime” os incentivos financeiramente artificiais ao desenvolvimento do mercado de capitais, em especial, do segmento imobiliário. Novamente, surge aqui o conceito de crescimento insustentável, com todas as suas consequências avassaladoras.

O historiador Thomas E. Woods Jr., traçando um paralelo entre as crises de 1929 e de 2008, bem como entre suas respectivas causas, sustenta que, em ambas as ocasiões, as políticas de redução das taxas de juros criaram uma situação inflacionária de crédito, artificialmente inchada⁹. Destaca, ainda, o autor, a possibilidade de as medidas regulatórias acabarem por se mostrar, na prática, prejudiciais ao combate da crise que pretendiam minimizar (Junior, 2009, p. 106 – 107):

*“O paralelo entre a Grande Depressão e a crise atual não é perfeito, mas há semelhanças suficientes entre os dois episódios para fazer a comparação valer a pena. **Em ambos os casos, um ‘boom’ inflacionário de crédito provocado pela redução das taxas de juros pelo ‘Federal Reserve System’ conduziu à situação de péssima alocação de recursos e estrutura de capital distorcida.** O ‘Fed’ (‘Federal Reserve System’) tentou em vão inflar cada um desses ‘booms’ de volta à existência, permanecendo frustrado com os bancos que se recusaram a emprestar o dinheiro que estava sendo bombeado no sistema bancário. **Em ambos os casos, o governo federal buscou sustentar os preços altos** – das commodities e do consumo em geral na Grande Depressão, e os preços dos ativos na crise atual – **em vez de permiti-los cair a um nível adequado à luz das condições econômicas vigentes e às avaliações das pessoas quanto aos valores dos bens e ativos em questão.** Mais uma vez, em ambos os casos, as vendas a curto prazo e a descoberto foram atacadas, os especuladores condenados e a salvação foi buscada em programas públicos de empregos e em financiamentos de incentivo do governo. Empréstimos de emergência foram concedidos às empresas em apuros.”*

“(...) poderíamos por uma vez nos permitir um desvio etéreo da versão oficial da história, parar de lisonjear os Grandes Presidentes que somos ensinados a admirar e passar a considerar a possibilidade de que os esforços governamentais para combater as depressões econômicas podem ter, em verdade, as prolongado. Vamos nos poupar da provação de uma depressão de dez anos e da indignidade de ouvirmos, dez anos a frente, que se tratava de um plano brilhante do governo que eventualmente nos salvou.” (traduções nossas, grifos nossos)

⁹ Em estudo semelhante, o economista Michael S. Rozzef compara os incentivos governamentais das décadas de 1860 e de 2000, todos geradores de crises de crédito subseqüentes, como se vê em trecho ilustrativo de seu estudo: “O ‘boom’ de 1869-1873 envolveu um sistema bancário que criou dinheiro apoiado em títulos do governo. O ‘Fed’ (‘Federal Reserve System’) faz o mesmo hoje. Em ambos os casos, também foram envolvidos estímulos do Congresso. Na década de 1860, eram subsídios ferroviários. Neste século, eram medidas diversas destinadas a promover a construção de casas e a absorver os créditos hipotecários via instituições patrocinadas pelo governo como a ‘Fannie Mae’ e ‘Freddie Mac’”. (tradução nossa) (Rozzef, 2008)

1.2. A internacionalização do mercado de capitais

Dentre as maiores evoluções sofridas pelo mercado de capitais, desde o seu surgimento e, em especial nos últimos anos, merece destaque o fenômeno da globalização dos mercados nacionais, que proporcionou, em última análise, a possibilidade de companhias nacionais listarem seus valores mobiliários em bolsas de valores estrangeiras. A base principal dessa e de outras transformações nesse sentido está na necessidade de constante adaptação de cada mercado às inovações produzidas pelos intermediários financeiros na busca pela sobrevivência em uma realidade crescentemente competitiva. (Pinheiro, 2007, p. 92)

Para a melhor compreensão do complexo fenômeno de internacionalização do mercado de capitais, mostra-se adequado o estudo subdividido em etapas de acordo com a sua evolução histórica, em especial, conforme o decorrer dos séculos XX e XXI, e, então, voltando-se para os efeitos já provocados pela internacionalização vivida até o presente momento.

1.2.1. A internacionalização do início do século XX: intensificação dos fluxos de capitais internacionais

Nos países desenvolvidos, os mercados de capitais experimentaram grande crescimento a partir da década de 1980, correspondendo os anos 90 ao auge. Nesse processo, as empresas aumentaram a sua arrecadação em bolsas de valores, bem como os investidores de varejo e institucionais passaram a participar mais do mercado financeiro em seus diferentes segmentos. Tamanho foi o crescimento que a soma do crédito envolvido na aplicação por instituições financeiras no setor privado, na capitalização em mercado de bolsa e em títulos privados em circulação alcançou, em 2004, a média de 260% do Produto Interno Bruto (PIB) dos países do G-7¹⁰, em comparação a apenas 100% do PIB dessas nações em 1975.

O desenvolvimento dos mercados de capitais dos países mais desenvolvidos está diretamente ligado à crescente integração financeira mundial. E se é verdade que a globalização não é fenômeno recente, por outro lado, o perfil do fluxo internacional do crédito sofreu grandes

¹⁰ O Grupo G-7 reúne os sete países mais industrializados e desenvolvidos economicamente mundialmente e é composto pelos seguintes membros: Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Reino Unido. Em 1997, a Rússia foi convidada a participar do grupo, que passou a ser conhecido como G-8.

mudanças ao longo do tempo. Até o século XX, o fluxo tendia a acompanhar a direção das migrações dos povos, comumente atrelado a investimentos em infraestrutura nos países então em construção, como os da América do Norte. O capital tomava a forma de títulos e se caracterizava pelos investimentos de longo prazo.

O advento da Primeira Guerra Mundial (1914 – 1918) representou o primeiro golpe em detrimento da globalização financeira, que se seguiu por um período de instabilidades e crises a culminar na Grande Depressão, também chamada de Crise de 1929, e na Segunda Grande Guerra (1939 – 1945). Diante desses eventos, os governos impuseram políticas de controle de capital de modo a reconstruir a autonomia de suas políticas monetárias, o que provocou forte queda no fluxo de capital entre fronteiras na época de 1950 a 1960. Os moldes econômicos eram então ditados pelo arranjo de “Bretton Woods”¹¹, que previa taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, limitada mobilidade de capitais e políticas monetárias autônomas.

Os anos 1970 marcaram o começo de uma nova era do sistema financeiro internacional. Como resultado do choque do petróleo, da crescente mobilidade de capital operando através do mercado euro-dólar (ultrapassando as barreiras dos controles oficiais) e da subsequente superação do sistema de “Bretton Woods”, uma nova onda de globalização se iniciou. Diante da queda do arranjo de taxas de câmbio fixas, as economias puderam abrir-se a uma maior mobilidade de capitais e, ao mesmo tempo, manter a autonomia de suas políticas monetárias.

1.2.2. A internacionalização da metade do século XX: os processos de liberalização, de alteração na oferta e demanda dos mercados e de inovações tecnológicas e financeiras, em especial, a securitização

¹¹ Em julho de 1944, ainda em meio à Segunda Guerra Mundial, líderes das quarenta e quatro nações aliadas participaram das conferências de “Bretton Woods” a fim de definir um sistema de gerenciamento econômico internacional por meio do estabelecimento de regras para as relações comerciais e financeiras entre os países mais industrializados do mundo. Foi definida a criação do Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD, que foi posteriormente bipartido entre o Banco Mundial e o Banco para Investimentos Internacionais) e o Fundo Monetário Internacional (FMI), organizações que se tornaram operacionais em 1946. Enquanto parte da política monetária então estabelecida, o sistema “Bretton Woods” impôs a obrigação de cada país adotar uma política monetária que mantivesse a taxa de câmbio de sua moeda circunscrita a determinado valor indexado ao dólar, cujo valor, por sua vez, estaria indexado ao ouro numa base fixa. Outra de suas principais deliberações foi a provisão, pelo FMI, de fundos suficientes ao financiamento destinado a cobrir dificuldades temporárias de pagamento. Foi apenas em 1971 que, em função de pressões crescentes de demanda global por ouro, Richard Nixon então presidente dos Estados

Se a globalização do início do século XX implicou primordialmente em fluxos de investimentos dos países mais ricos – em especial, Reino Unido – para as economias emergentes, a sua maior repercussão, na segunda metade do século XX, ocorreu nos países desenvolvidos. A atividade do mercado de capitais passou a se concentrar em alguns grandes centros internacionais, como Frankfurt, Londres, Nova Iorque e Tóquio. A fim de compreender esse movimento, deve-se perceber a notória incidência de três fatores principais na recente onda de desenvolvimento dos mercados de capitais e da internacionalização financeira: políticas governamentais de liberalização, alterações na oferta e demanda dos mercados e inovações tecnológicas e financeiras, possibilitando, dentre outros, a securitização de ativos financeiros.

Em um primeiro momento, os governos promoveram o desenvolvimento dos mercados de capitais por liberalizar o setor financeiro. O rápido crescimento do mercado euro-dólar teve um papel de destaque nesse movimento, pois conduziu uma onda de aumento na mobilidade de capital que contornava os controles oficiais da era de “Bretton Woods”, aumento esse que acabou por pressionar os países em desenvolvimento para liberalizarem e abrirem as fronteiras de seus mercados financeiros nacionais, o que, por sua vez, intensificou ainda mais os fluxos de capital transfronteiriços.

O processo de liberalização implicou no emprego de diversas medidas econômicas. Políticas típicas incluíam a eliminação de mecanismos de controle de taxas de juros, a redução progressiva de programas de crédito direcionado, a facilitação do acesso aos mercados de ações e a abertura da conta capital (conta que registra os estoques de empréstimos, investimentos diretos e aplicações financeiras provenientes do exterior, também chamada de conta de poupança externa do país). Todas essas foram atuações no sentido de permitir que as forças do mercado operassem com maior liberdade, tornando o mercado financeiro mais eficiente, promovendo a expansão dos mercados de ações e possibilitando a diversificação do risco entre nações.

A mudança no fator demanda também foi responsável por um forte impulso nas atividades dos mercados de capitais: os investidores descobriram as vantagens de diversificar seu portfólio e manter títulos, além de depósitos bancários. A consolidação de investidores institucionais, como

Unidos à época, suspendeu unilateralmente o sistema econômico-financeiro de “Bretton Woods”, cancelando a conversibilidade direta do dólar em ouro.

fundos de investimento e fundos de pensão, permitiu que investidores de varejo adquirissem títulos de baixo custo e, com isso, aumentassem a gama de ativos de suas carteiras, não apenas em natureza, mas, por vezes, até mesmo em países de origem. Foi assim, então, que se deram as mutações no desejo dos consumidores de produtos financeiros, que passaram a exigir mais sofisticação e menores custos.

Em terceiro lugar, os avanços tecnológicos facilitaram a operacionalização do mercado de capitais ao reduzir os custos de transação, além de tornar mais eficientes as atividades de negociação, compensação e liquidação de títulos. A inovação financeira veio contribuir, ainda, para o desenvolvimento de novos instrumentos que permitiram aos investidores diversificar e/ou mitigar seus riscos. Uma das significativas inovações financeiras foi a securitização de ativos ilíquidos, em especial de hipotecas e empréstimos ao consumidor, transformando-os em valores mobiliários líquidos a serem negociados no mercado de capitais. O processo de avanço tecnológico e financeiro foi fomentado pelo surgimento de grandes conglomerados financeiros internacionais a operar mundialmente, oferecendo farta gama de serviços financeiros. (Torre & Schmukler, 2007, p. 9 – 10)

A securitização pode ser entendida como a conversão de ativos financeiros (como faturas emitidas e ainda não pagas ou dívidas não satisfeitas) em títulos negociáveis no mercado de capitais, promovendo, grosso modo, a conversão de dívidas em investimentos. É classificada como movimento de desintermediação bancária, já que suas operações se materializam sem que bancos comerciais atuem como intermediários do processo de negociação dos títulos. Transformando ativos relativamente pouco líquidos em títulos mobiliários plenamente dotados de liquidez, a securitização permite simultaneamente a obtenção de fundos e a divisão de riscos, tratando-se de prática utilizada tanto por entes privados, como por Estados.¹²

No que tange especificamente ao caso brasileiro, ao final da década de 1980, diante da precária situação fiscal do país e com inúmeras dívidas contratuais a quitar, o Governo Federal fez uso dessa estratégia, reestruturando tais dívidas por meio de um processo de securitização realizado na década seguinte. Os débitos oriundos da assunção de dívidas pela União e pelos

¹² Neste ponto, cabe ressaltar que os excessos da securitização, em especial no que tange o mercado de hipotecas, também foram associados aos fatores contributivos para a crise financeira de 2008, por boa parte dos economistas.

Estados da Federação, bem como por empresas estatais, foram repactuados e transformados em títulos públicos emitidos em face de seus credores originais. O processo, ao mesmo tempo em que permitiu a adaptação dos fluxos de pagamentos à capacidade financeira do governo e contribuiu para o resgate da credibilidade do setor público enquanto devedor, possibilitou aos credores a transformação de dívidas contratuais, de liquidez questionável, em instrumentos passíveis de negociação em mercado secundário.

O Tesouro Nacional registrou os títulos emitidos para refinanciamento da dívida da União e dos Estados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) – o depositário central dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central do Brasil –, e os títulos referentes à assunção de dívidas pelas empresas estatais, denominados Créditos Securitizados, na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) – que registra e custodia títulos de renda fixa privados –, onde estão custodiados, sendo livremente negociados em mercado secundário.

Ainda no decorrer da década de 1990, os Créditos Securitizados foram, em conjunto com outros títulos da dívida pública, empregados como moeda de pagamento no programa de privatização de diversas empresas estatais, compondo, desse modo, o conjunto de instrumentos que ficou conhecido à época como “moedas de privatização”. (Silva, 2009, p. 67)

1.2.3. A internacionalização do final do século XX e início do século XXI: a vez das economias emergentes

Apesar de a maior parte do processo de incremento e globalização dos mercados de capitais ter tido como cenário principal centros financeiros e economias avançadas, os países em desenvolvimento também foram afetados pelas tendências acima descritas e tiveram nelas participação ativa. Diante da injeção de capital nos centros financeiros internacionais, as economias emergentes passaram a se dedicar a atrair para si a sua dose excedente, além disso, elas tomaram como exemplo as medidas que geraram os investimentos crescentes nos mercados de capitais dos primeiros e iniciariam processos de reformas em seus mercados locais.

Assim, os esforços dos países em desenvolvimento para atrair capital internacional foram, em parte, decorrentes do aumento da disponibilidade de liquidez nos mercados globais. Com o

choque no preço do petróleo de 1973¹³, diante da impossibilidade prática de investir na compra do produto, muitos dos bancos internacionais passaram a contar de repente com capital disponível, inclusive para direcionar aos países em desenvolvimento. O “boom” dos fluxos de capital dos anos 1970 e início de 1980 foi seguido pela crise das dívidas externas que começou no México em 1982, com a declaração de moratória anunciada pelo governo local. A fim de solucionar a crise dentro de um quadro de reestruturação de dívidas internacionalmente acordado, em que participaram bancos comerciais, o FMI e outras agências multilaterais, veio o “Plano Brady”. Os empréstimos concedidos e, principalmente, a renovação das dívidas das nações em crise, mediante a troca dos créditos por bônus novos – conhecidos à época por “bradies” – que contemplavam o abatimento do encargo da dívida através da redução do principal ou dos juros, foram responsáveis pela reentrada dos países emergentes nos mercados de capitais internacionais, bem como pelo início do desenvolvimento de seus mercados de títulos soberanos.

O mais recente fluxo de capitais para a periferia do mundo desenvolvido em muito difere daquele ocorrido no período de 1976-1982, não apenas em termos de magnitude, mas também quanto à composição de fluxo. Os investimentos nas economias emergentes, durante a década de 1990, atingiram o seu pico em 1997, alcançando quase 340 bilhões de dólares, porém, diminuíram bruscamente nos anos seguintes em consequência das crises financeiras da Ásia Oriental e da Federação Russa¹⁴. Desde então, os fluxos de capital se recuperaram, experimentando um forte crescimento e atingindo cerca de 412 bilhões dólares em 2004. A composição dos fluxos de capitais para países em desenvolvimento também mudou significativamente: enquanto as injeções governamentais diminuíram pela metade, os fluxos estrangeiros privados se tornaram a principal fonte de entrada de capital para um grande número dos países destinatários. Além disso, o

¹³ O choque no preço do petróleo ocorrido em 1973 foi desencadeado pela suspensão das exportações aos Estados Unidos pelos produtores árabes, em função do apoio dado pelo país ocidental a Israel na Guerra do Yom Kippur. Os preços dos barris aumentaram em mais de 300% nesse ano.

¹⁴ O Brasil foi o país latino-americano mais afetado pelas referidas crises, tendo de ser resgatado da ameaça de desvalorização da moeda e de moratória da dívida externa por um pacote de auxílio liderado pelo FMI, que chegou a envolver US \$ 41 bilhões, em novembro de 1998. Ainda assim, em janeiro de 1999, um novo ataque especulativo levou à flutuação do real que, em curtíssimo espaço de tempo, perdeu um terço de seu valor em relação ao dólar americano. Em março desse mesmo ano, foi firmado novo acordo com o FMI, destinado a ajudar a luta do país, mais uma vez, contra a recessão e o desemprego crescentes. As turbulências financeiras experimentadas entre 1997 e 99 foram tamanhas que boa parte dos países da Ásia e da América Latina que até então adotavam o regime de ancoragem cambial ao dólar deixaram de fazê-lo, como fizeram Brasil, México e Rússia, por exemplo, optando a parti daí pela livre flutuação de suas moedas. (Roberts, 2000, p. 33)

investimento direto estrangeiro (conhecido pela sigla 'IDE') tem crescido continuamente desde o início dos anos 1990; sendo as operações de fusões e aquisições a origem mais significativa deste aumento, especialmente aquelas decorrentes da privatização de empresas estatais.

Uma das principais características da recente onda de globalização financeira é a internacionalização dos serviços financeiros, isto é, o uso de intermediários financeiros internacionais por parte de emitentes e investidores locais, processo que se concretiza por meio de dois canais principais. Um deles é o aumento da presença de intermediários financeiros internacionais nos mercados locais – seguindo as direções dos fluxos de capital, as grandes instituições financeiras internacionais passaram a operar nos países em desenvolvimento. O segundo meio diz respeito ao uso, por emitentes e os investidores locais, de intermediários financeiros e mercados localizados fora do país. Um exemplo é a listagem e negociação de ações nas maiores bolsas de valores do mundo sob a forma de recibos de depósito.

Nesse sentido, existem diferentes maneiras de listar ações nacionais em mercados financeiros estrangeiros. A forma tradicional é a dupla listagem, ou listagem cruzada (do inglês, “cross-listing”) das ações em outra bolsa de valores, mecanismo frequentemente empregado por empresas européias. Outro meio, cada vez mais popular entre as empresas de mercados emergentes que visam à internacionalização, são os recibos representativos de valores mobiliários emitidos e custodiados no exterior, cuja história começou com os “American Depositary Receipts” (ADRs), os primeiros recibos de depósitos de ações (ou “Depositary Receipts” – DRs), que representam ações de empresas não sediadas nos Estados Unidos – a serem melhor estudados no item 3.2.1. do presente trabalho –, seguidos pelos “Global Depositary Receipts” (GDRs), recibos negociáveis a nível global. Trata-se de instrumentos derivativos atrelados a moedas estrangeiras emitidos por bancos internacionais, a representar ações de origem de determinado país e custodiadas por um agente local. Os programas de “Depositary Receipts” aumentam e diminuem de acordo com a demanda vigente, uma vez que a emissão de ADRs e GDRs, bem como a sua conversão nas respectivas ações subjacentes envolvem baixos custos de transação.

Como já visto, a liberalização financeira dos mercados locais das economias emergentes foi outra estratégia adotada para a atração de capital internacional, processo predominantemente ocorrido ao final de década de 1980 e início de 1990, alguns anos após a realização do mesmo

movimento pelas nações mais desenvolvidas. Como consequência da liberalização, não apenas governos e empresas captaram recursos nos mercados financeiros internacionais, mas também investidores estrangeiros atuaram mais nos mercados domésticos. O processo também significou a entrada de instituições financeiras de origem internacional nos países em desenvolvimento para o estabelecimento de filiais e subsidiárias, e até mesmo para a compra de entidades locais.

O quadro a seguir, constante do estudo de Ross Levine (Levine, 1996, p. 10), ilustra a influência das medidas de liberalização no desenvolvimento dos respectivos mercados de capitais nos anos seguintes, demonstrando a nítida relação entre a liberalização do sistema financeiro e o crescimento do mercado de capitais, especialmente em termos de liquidez e volatilidade.

MERCADOS DE CAPITAIS PÓS LIBERALIZAÇÃO				
		Mercados de capitais pós liberalização		
País	Ano da liberalização	Tamanho	Liquidez	Volatilidade
Argentina	1989	↑↑	↑↑	↑↑
Brasil	1983	–	–	↑↑
Chile	1988	–	↑↑	–
Colômbia	1989-91	–	↑↑	↑↑
Coréia	1981-92	–	↑↑	–
Filipinas	1988	–	↑↑	–
Índia	1990-92	↑↑	↑↑	↑↑
Jordânia	1987	–	↑↑	–
Malásia	1986	–	–	n.d.
Paquistão	1990	↑↑	↑↑	↑↑
Portugal	1988	↑↑	↑↑	n.d.
Tailândia	1988	–	↑↑	↑↑
Turquia	1990	↑↑	↑↑	n.d.
Venezuela	1988	–	↑↑	↑↑
Fonte: LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. <i>Capital Control Liberalization and Stock Market Development</i> , 1995 (World Bank)				

Legenda:

- indica ausência de alteração significativa
- n.d. indica dado não disponível
- ↑ indica crescimento

Outro meio significativo para promover a entrada de capital estrangeiro correspondeu ao processo de privatização de empresas nacionais, iniciado primordialmente pelo Chile e então copiado na maioria dos demais países emergentes. As arrecadações da onda de privatizações da década de 1990 foram substanciais, alcançando 66,6 bilhões de dólares em 1997, em comparação a US\$ 2,6 bilhões de proventos no ano de 1988. Além dos números significativos, muitas das privatizações foram conduzidas através de ofertas públicas em bolsas de valores locais, de modo que os mercados acionários nacionais foram turbinados. Como mencionado acima, o “boom” em fluxos de capital e investimentos estrangeiros diretos nos países em desenvolvimento é parcialmente justificável pela grande quantidade de aquisições transfronteiriças de empresas estatais. (Torre & Schmukler, 2007, p. 10 – 12)

Particularmente no Brasil, entre outubro de 1991 e março de 1999, foram vendidas 115 empresas estatais (federais e estaduais), além de participações minoritárias em diversas empresas privadas, totalizando receitas de US\$ 69 bilhões ao longo desses anos. Nessa esteira, e também nesse período, foram transferidas para o setor privado dívidas no valor de US\$ 16,5 bilhões, reduzindo-se a dívida pública em montante equivalente. Além da promoção de entrada de capital estrangeiro, o movimento de privatizações brasileiro teve motivação na intenção das instituições financeiras nacionais de se tornarem grandes conglomerados, inclusive através da incorporação de outras empresas e mesmo da compra de participações em empresas estatais. Veja-se abaixo o detalhamento das privatizações das empresas do Estado brasileiro ocorridas na década de 1990. (Pinheiro & Kiichiro, 2000, p. 36)

TOTAL DE PRIVATIZAÇÕES NA DÉCADA DE 1990 (valores em US\$ milhões)				
Setor	Nº de empresas	Receitas	Dívidas transferidas	Total (Receitas + Dívidas transferidas)
Âmbito Federal				
Siderurgia	8	5.562	2.626	8.188

Petroquímica	27	2.698	1.003	3.701
Ferrovias	7	1.698	-	1.698
Mineração	2	3.305	3.559	6.864
Telecomunicações	24	26.644	2.125	28.769
Energia	3	3.907	1.670	5.577
Outros	16	1.401	343	1.744
Participação	-	1.040	-	1.040
Âmbito federal	87	46.255	11.326	57.581
Âmbito estadual	28	22.736	5.223	27.959
Total	115	68.991	16.549	85.540
Fonte: BNDES.				

As economias emergentes buscaram, ainda, incentivar a entrada de capital de fora através de investimentos em estabilidade macroeconômica, melhores ambientes de negócios e fundamentos socioeconômicos mais sólidos. As reformas nos regulamentos dos mercados de capitais foram um passo nesse sentido, baseando-se no fato de que tais ambientes poderiam fornecer financiamentos relativamente baratos, mobilizando poupanças para um uso eficiente das reservas e, simultaneamente, oferecendo aos investidores oportunidades atrativas de investimento. Entre outras funções, os mercados de capitais reformados passaram a exercer competição com sistemas bancários nacionais, que, até então, comumente cobravam taxas de intermediação bastante elevadas.

Depois da já mencionada crise asiática de 1997-98¹⁵, muitos passaram a enxergar o desenvolvimento dos mercados de capitais locais como uma ferramenta importante no sentido de tornar os sistemas financeiros mais estáveis e confiáveis. A lógica era a seguinte: os mercados financeiros, especialmente os mercados de títulos, poderiam ser o "estepe" do sistema econômico, sustentando as fontes de financiamento quando o fornecedor padrão – o sistema bancário – fosse atingido por uma crise. E mais: os mercados de capitais poderiam absorver os choques decorrentes de momentos críticos por repassá-los diretamente e em tempo real aos investidores através das alterações nos valores dos ativos, além de prover liquidez da moeda local, títulos de dívida de

¹⁵ A crise monetária do sudeste asiático atingiu as economias emergentes asiáticas de Tailândia, Malásia, Indonésia, Filipinas e Coreia do Sul, diante da acentuada desvalorização de suas moedas em relação ao dólar e da queda substancial dos preços de seus ativos nos mercados acionários. Houve fortes saídas de capital desses países, com correspondente redução das reservas externas.

longo prazo e uma gama de produtos derivativos, conjunto capaz de facilitar o gerenciamento e até mesmo reduzir o risco sistêmico como um todo.

Nesse contexto, as reformas promovidas pelos países em desenvolvimento podem ser divididas em dois grandes momentos: enquanto as primeiras destinavam-se a estabilizar o ambiente macroeconômico, consolidando cenários regulatórios e liberalizando os mercados financeiros, a segunda leva de mudanças tratou de aprimorar a infraestrutura institucional dos mercados a fim de aumentar a sua atividade e liquidez, ampliar a participação de investidores e expandir o universo de instrumentos negociados.

Para além das mencionadas liberalização e privatização, os esforços de reforma foram complementados, em muitos países da América Latina, por reformas estruturais dos sistemas de pensões, transformando-os de publicamente administrados, com benefícios conjuntos, de pagamentos parcelados e modificáveis, para sistemas com administração privada, de contribuição previamente definida e com contas individuais. Os novos sistemas previdenciários ganharam a função de aumentar a disponibilidade de financiamento de longo prazo no setor privado.

Seduzidos pelos benefícios potenciais de se ter um sistema financeiro de funcionamento eficiente e orientado pelo mercado, os governos também aprovaram novas legislações destinadas a criar as estruturas jurídicas adequadas ao florescimento dos mercados de capitais. Em particular, diversos países criaram suas Comissões de Valores Mobiliários – como o Brasil, que o fez em 1976 –, muitas vezes com inspiração direta na americana “U.S. Securities and Exchange Commission”¹⁶,

¹⁶ A “U.S. Securities and Exchange Commission” (frequentemente chamada pela abreviação SEC) constitui agência federal cuja responsabilidade primária é dar cumprimento à legislação federal que versa sobre valores mobiliários, bem como regular o funcionamento prático do mercado de capitais norte-americano. A agência é dirigida por cinco Comissários, apontados pela Presidência e com mandatos escalonados de cinco anos, sendo um deles nomeado Presidente da Comissão, exercendo o cargo de chefe executivo do órgão; além disso, há determinação legal de que não mais de três Comissionários sejam filiados ao mesmo partido político, de forma a evitar o desvio de finalidade na condução da SEC. As responsabilidades da organização são divididas entre 5 Divisões e 18 Escritórios, todos sediados na cidade de Washington. Os aproximadamente 3.500 funcionários da Comissão ficam alocados entre a capital e as 11 agências regionais espalhadas pelos Estados Unidos. São competências principais da “U.S. Securities and Exchange Commission”: (i) a interpretação da legislação federal sobre valores mobiliários (dentre os diplomas objeto de fiscalização pela SEC, se destacam: o “Securities Exchange Act of 1934”, que criou a agência, o “Securities Act of 1933”, o “Trust Indenture Act of 1939”, o “Investment Company Act of 1940”, o “Investment Advisers Act of 1940” e o “Sarbanes-Oxley Act of 2002”); (ii) a expedição de novas normas e revisão das normas existentes sobre a matéria; (iii) supervisionar a inspeção das empresas emissoras de valores mobiliários, das corretoras, dos consultores de investimento e das agências de classificação; (iv) a supervisão da atuação das organizações privadas reguladoras de valores mobiliários, contabilidade e auditoria; e (v) coordenar as disposições da regulação de valores mobiliários dos

desenvolveram consideravelmente os quadros regulamentar e de supervisão das atividades do mercado, e, ainda, tomaram passos importantes no sentido de estabelecer e melhorar o ambiente das operações de mercado. Este último incluiu novas políticas relacionadas à centralização de trocas, à depuração de valores mobiliários e sistemas de liquidação, a acordos de custódia, e a melhorias nos padrões de contabilidade e divulgação de informações. Mais recentemente, novas leis e regulamentos destinados a proteger os interesses de credores e investidores têm reforçado essa infraestrutura, incluindo melhorias no quadro jurídico de resguardo aos direitos de propriedade e direitos de acionistas minoritários, à disciplina das normas de falência, além de regulamentos sobre matérias específicas, como o “insider trading”, à guisa de exemplo. (Torre & Schmukler, 2007, p. 12 – 13)

1.2.4. Os efeitos da internacionalização do mercado de capitais

É certo então, a partir de todos os processos acima descritos, que a internacionalização do mercado de capitais promoveu uma série de benefícios às economias que dela participaram e ainda participam, como as possibilidades dadas às empresas locais de ampliarem suas opções de captação de investimentos diante do acesso a escalas e volumes infinitamente maiores de recursos, bem como de mais facilmente associarem-se a sociedades estrangeiras. Outro resultado positivo de destaque é a consagração de novas referências para a avaliação dos comportamentos dos diferentes mercados e, conseqüentemente, a promoção de grande desenvolvimento da análise técnica e fundamentalista dos setores financeiros.

No entanto, não se pode deixar de mencionar que o processo de internacionalização gerou também a viabilidade prática da transferência, com enorme rapidez, de liquidez dos pequenos mercados locais para os grandes, e vice-versa, ampliando a dependência de cada um dos mercados ao capital especulativo e à estabilidade do cenário internacional. O excessivo grau de dependência dos mercados menores em relação aos grandes centros financeiros causa a diminuição da sua capacidade de desenvolvimento autônomo e dificulta o acesso ao capital pelas empresas de menor porte. Desse modo, parecem inegáveis os efeitos relativos ao forte aumento da volatilidade dos

Estados Unidos com autoridades federais, estaduais e estrangeiras. Em sua atuação rotineira, a Comissão se reúne regularmente em sessões abertas ao público e à mídia, a menos que a discussão envolva assuntos confidenciais, como,

ativos negociados nos mercados internacionalizados; à maior sensibilidade dos mercados internos às turbulências externas, acentuando-se o risco de instabilidade financeira; à imediata reação dos mercados locais aos acontecimentos político-econômicos externos; e, ainda, à redução do alcance dos controles governamentais sobre os mercados financeiros globalizados.

Frente às mencionadas consequências, a globalização financeira levou à necessidade de adaptação dos participantes e agentes do sistema, que passaram a ter de desenvolver e manter estruturas de acompanhamento da movimentação de diversos mercados externos, de identificação de riscos globais aos quais as empresas a eles vinculadas passam a se expor, de utilização de instrumentos eficientes na medição desses e de outros riscos e, também, de análise e seleção de estratégias de “hedging” adequadas à redução ou eliminação dos riscos de suas operações. (Pinheiro, 2007, p. 93)

Especificamente no caso brasileiro, em tendo atuado no processo de internacionalização dos mercados no papel de economia emergente, os investidores internacionais para cá vieram em busca de oportunidades para alavancagem de rentabilidade de seus investimentos, podendo ser considerado o capital estrangeiro como um capital volátil e sensível à conjuntura internacional. Assim como para os demais países receptores dos investimentos estrangeiros, o Brasil beneficiou-se de melhora na sua imagem internacional, o Governo passou a contar, diante da entrada de divisas, com financiamentos de seu déficit por prazos maiores e com taxas de juros menores e as empresas nacionais, ainda, foram favorecidas pela maior facilidade de obtenção de investimentos para suas produções, inclusive a custos reduzidos.

Deve, no entanto, não apenas o Brasil, mas novamente, todas as nações participantes da internacionalização, esforçarem-se para não permitir que o incremento descontrolado do fluxo de divisas cause desequilíbrio nas contas do país, bem como para evitar a fuga de capitais numa eventual crise financeira internacional. Além disso, os países que abriram seus mercados ao mesmo tempo em que consolidavam as estabilidades de suas economias têm que atentar para a sensibilidade dos investidores externos ao cumprimento das metas estipuladas pelos governos locais (comumente ligadas a ajustes fiscais, reformas constitucionais, entre outros), cuidando para

por exemplo, àquele referente à deliberação de iniciação de investigação para averiguação de descumprimento de normativa legal. (U.S. Securities and Exchange Commission, 2011)

que, em face de sinal de dificuldade de cumprimento das metas, o país não sofra a retirada abrupta dos recursos estrangeiros em decorrência da perda de confiança no equilíbrio econômico nacional. (Pinheiro, 2007, p. 38 – 39)

Assim, vê-se que o fenômeno da globalização financeira, em cujo contexto se promoveu a internacionalização do mercado de capitais, é dotado de efeitos positivos e negativos, cabendo a cada um dos Estados Nacionais – entes públicos e privados – atentarem para o resguardo de suas economias dos riscos financeiros globais e, claro, para o melhor aproveitamento possível da injeção de recursos externos. Na posição de economia em pleno desenvolvimento de grande destaque em meio aos cenários regional e mesmo internacional, o Brasil parece ter as principais ferramentas para inserir-se de maneira muito proveitosa nesse processo. A sua regulação financeira, em especial a do mercado de capitais, melhor estudada no Capítulo 2. do presente estudo, é muitíssimo avançada e, tanto ela quanto a política econômica em geral vêm se preparando cada vez mais para a entrada e saída de fluxo de capitais do país. As perspectivas de movimentação de capital de curto prazo geradas pela consolidação de diversos segmentos da indústria nacional e também pela recepção de eventos esportivos mundiais em 2014 e 2016 são muito positivas e podem ser bem aproveitadas.

1.3. Contexto atual: a subdivisão do mercado de capitais

1.3.1. Centros financeiros globais, regionais internacionais, “offshore” e nacionais

É tendo em mente o processo acima descrito de globalização do mercado de capitais que se deve vislumbrar a atual segmentação do mercado de capitais em diversos níveis de centros financeiros. Como se viu, os anos 1980 e 1990 testemunharam o surgimento de um grande mercado financeiro global, atuante em diversos segmentos, como o mercado cambial, os empréstimos bancários internacionais, os títulos globalmente negociados e a negociação internacional de ações e derivativos.

O crescimento aproximado do estoque total de ativos financeiros negociado no mercado global de capitais expandiu-se de US\$ 5 trilhões, em 1980, para US\$ 35 trilhões em 1992.

Estimativas relativas ao financiamento pelos mercados internacionais divulgadas pelo Banco para Compensações Internacionais mostram um aumento de seis vezes entre o curto período de 1982 e 1998, passando de US\$ 1,3 trilhão para US\$ 8,2 trilhões, como se vê na tabela abaixo. Nota-se que a maior parte do financiamento desses mercados derivava de empréstimos dos bancos internacionais, mas valer notar que houve aumento gradual e considerável na proporção do financiamento mediante emissão de títulos, via mercados de capitais, que cresceu de 20 para 40 % no período considerado. (Roberts, 2000, p. 34 – 35)

FINANCIAMENTO LÍQUIDO OUTORGADO PELOS MERCADOS INTERNACIONAIS ENTRE 1982-97			
Saldos ao final do ano (em US\$ bilhões)			
Ano	Empréstimos bancários líquidos internacionais	Colocação líquida de (euro)notas*	Financiamento líquido internacional de títulos
1982	1.020	-	259
1983	1.085	-	345
1984	1.265	-	410
1985	1.480	-	550
1986	1.770	-	700
1987	2.220	-	984
1988	2.390	72	1.085
1989	2.640	79	1.252
1990	3.350	111	1.473
1991	3.610	145	1.651
1992	3.660	177	1.687
1993	3.780	256	1.850
1994	4.240	406	2.048
1995	4.645	594	2.210
1996	5.015	834	2.391
1997	5.285	184**	3.358***
Fonte: Banco para Compensações Internacionais, "Annual Reports", 1983-98 * (Euro)nota é o termo genérico para uma variedade de instrumentos de empréstimos de curto prazo em moedas de euro. O principal título de curto prazo dessa espécie é a (euro)nota promissória. ** Aplicações líquidas no mercado monetário *** Financiamento líquido de títulos e obrigações			

Diante de tamanho crescimento dos mercados financeiros, crescimento este que, apesar de ter vivido seu auge nos anos 1980 e 90, permaneceu ativo na década seguinte, formou-se uma segmentação entre os centros financeiros mundo afora, de acordo com os diversos graus de

atuação e influência que passaram a exercer. Nessa lógica, pode-se dividir os centros financeiros entre: globais, regionais internacionais, “offshore” e nacionais.

Os centros financeiros nacionais atendem a necessidades de caráter nacional ou regional, atuando predominantemente em serviços de varejo e comércio bilateral entre a economia local e as economias mais próximas. Apesar de terem como foco o atendimento de cliente locais, é difícil imaginar uma instituição, atuante nos tempos modernos, ligada a serviços financeiros e que não tenha algum tipo de conexão internacional. O grau de importância e desenvolvimento desses centros é, em geral, diretamente relacionado à força da economia local. São considerados centros financeiros nacionais: Cidade do México, Mumbai e São Paulo, entre outros.

Os centros “offshore” correspondem àqueles entrepostos financeiros que realizam a intermediação entre fluxos financeiros de pequena conexão com o sistema financeiro dos países em que estão situados, tratando-se de jurisdições com baixa taxaço e regulamentação branda, geralmente especializadas na oferta de infraestrutura que facilite a formação de companhias “offshore”. Eis os principais critérios para a classificação de um centro financeiro como “offshore”: (i) grande número de instituições financeiras engajadas em negócios com não-residentes; (ii) sistemas financeiros que contam com ativos e passivos externos fora de proporção quando comparados com a intermediação financeira doméstica; e (iii) fornecimento de serviços financeiros dotados de baixa ou nenhuma tributação, de regulamentação financeira branda ou moderada e de sigilo bancário e anonimato¹⁷.

Embora a maioria dos paraísos fiscais constitua também centros financeiros “offshore”, as definições não se confundem: os primeiros se caracterizam pela oferta de impostos a não residentes com alíquotas muito baixas, podendo ou não oferecer facilidades em serviços

¹⁷ Eis a lista de locais apontados como centros financeiros “offshore” por estudo divulgado em 1999 pelo Fundo Monetário Internacional, divididos por regiões geográficas: (i) África: Djibouti, Libéria, Ilhas Maurício, Seychelles, e Tangier. (ii) Ásia e Pacífico: Ilhas Cook, Guam, Hong Kong, Japão, Lebuán (Malásia), Macau, Ilhas Marianas, Ilhas Marshall, Micronésia, Nauru, Ilha Niue, Filipinas, Cingapura, Taiti, Tailândia, Vanuatu, e Samoa Ocidental. (iii) Europa: Andorra, Campione (Itália), Chipre, Dublin (Irlanda), Gibraltar, Guernsey, Ilha de Man, Jersey, Liechtenstein, Londres, Luxemburgo, Madeira, Malta, Mônaco, Holanda e Suíça. (iv) Oriente Médio: Bahrein, Israel e Líbano. (v) Hemisfério oeste: Anguilla, Antígua, Aruba, Bahamas, Barbados, Belize, Ilhas Bermudas, Ilhas Virgens Britânicas, Ilhas Cayman, Costa Rica, Dominica, Granada, Ilhas Montserrat, Antilhas Holandesas, Panamá, Porto Rico, São Cristóvão e Nevis, Santa Lúcia, São Vicente e Granadinas, Ilhas Turcas e Caicos, Delaware (Estados Unidos), Uruguai e Índia Ocidental. (International Monetary Fund, 2000)

financeiros; enquanto isso, os segundos necessariamente sediam um centro funcional de serviços financeiros, concentrando, por exemplo, agências ou subsidiárias dos principais bancos internacionais.

Os chamados centros financeiros regionais internacionais prestam serviços ligados a finanças em determinada região, além de dedicarem-se à intermediação dos fluxos financeiros dos centros globais e de outros centros regionais e nacionais. Neles, costuma haver presença significativa de todos ou de quase totalidade dos pilares dos serviços financeiros, além de contarem com alto grau de conectividade dentro da região e mecanismos privilegiados de intercâmbio com os centros globais. Dentre eles, se destacam: na Europa, Amsterdã, Frankfurt, Milão, Paris e Zurique; na Ásia e no Pacífico, Sidnei, Manila, Seul, Shanghai e Taipei; e, na América do Norte, Chicago, Boston, Los Angeles e Toronto.

Em meio aos centros financeiros regionais internacionais, surgiram pólos especializados em determinados segmentos do mercado financeiro, passando então ao status de referências globais para um produto ou segmento específico. Por vezes, esses espaços especializados se tornaram maiores e mais fortes, em seus nichos, do que os centros globais, com quem estão altamente conectados. São exemplos dessa espécie: Zurique – centro especializado em “private banking” e financiamento ao comércio internacional; Chicago – especializado em atividades ligadas ao agronegócio; e Toronto – centro focado em serviços bancários e de comércio atacadistas.

Por último, entende-se por centros financeiros globais aqueles especializados na prestação de serviços financeiros a nível transfronteiriço, intermediando fluxos financeiros entre países por meio de seus mercados financeiros e empresas locais bastante desenvolvidos. É o conjunto das instituições financeiras localizadas no país, portanto, que ditará o leque de atividades praticadas por determinado centro financeiro, instituições essas que se concentram em certas localidades em função da atratividade dos serviços financeiros praticados ali.

Essa espécie de centro constitui referência mundial em todos os pilares da atuação financeira, oferecendo vasta gama de serviços, especialmente nos mercados atacadistas, e voltando-se a uma clientela mundial. Contam com presença estrangeira significativa, tanto em empreendimentos quanto em trabalhadores. Além disso, os centros financeiros globais possuem

conectividade muito forte com outros centros financeiros, inclusive os de níveis regionais e nacionais. Há, atualmente, três centros financeiros globais reconhecidos: Nova Iorque, Londres e Tóquio.

1.3.2. O desenvolvimento histórico dos centros financeiros

O movimento de concentração dos mercados financeiros em centros, seja de que qualidade forem, decorre basicamente de dois fenômenos econômicos: as economias externas de escala e as economias de aglomeração. Economias externas de escala são resultado direto da caracterização de relação positiva entre a eficiência e o tamanho de determinado segmento, o que gera menores custos de transação para as instituições do setor, além de menores falhas no aproveitamento do potencial do mercado e maior liquidez para os respectivos ativos negociados. Já as economias de aglomeração resultam da concentração de atividades complementares entre si em meio aos centros financeiros, o que proporciona aumento da competitividade das instituições financeiras ali instaladas e torna mais atraente o espaço para novos entrantes. Quanto maior o centro, mais ampla e variada tende a ser a concentração de atividades complementares entre si.

Em termos históricos, a cidade belga de Antuérpia pode ser considerada o primeiro centro financeiro do século XVI, porém, com a sua invasão pelos espanhóis, em 1585, ela perdeu esse posto, que passou a ser então ocupado pela holandesa Amsterdã, considerada o principal porto e centro das finanças durante os dois séculos seguintes. Foi apenas em 1795 que Londres, após gradual crescimento, tornou-se o maior porto mundial e também o maior centro financeiro internacional da época.

Paralelamente à ascensão de Londres como centro financeiro de destaque internacional, outros pólos de finanças, como Paris e Berlim, começaram a se desenvolver e assumir também relevantes funções. Com o estouro da Primeira Guerra Mundial (1914 – 1918), no entanto, os três centros, cujas nações estavam diretamente envolvidas no conflito, desde o seu primeiro momento, deixaram de funcionar em sua maior potência. Foi aí que Nova Iorque surgiu como centro financeiro de peso global. Na década de 1960, porém, em face da deterioração da balança de pagamentos dos Estados Unidos por conta da Guerra do Vietnã, a cidade londrina voltou a assumir a liderança internacional no desenvolvimento dos mercados de eurodólares e eurobônus, liderança

essa que foi ainda mais reforçada na década de 1970 com o grande fluxo de petrodólares. (Pinheiro, 2007, p. 39 – 41)

Em meio aos centros financeiros internacionais, o final da década de 1990 se caracterizou pelo movimento de fusões de grandes bolsas de valores entre si, como a associação entre as bolsas de Paris, Amsterdã e Bruxelas, criando a “Euronext”; a fusão que ocorreu entre as nove bolsas de valores existentes no Brasil; a incorporação pela bolsa de Tóquio das bolsas de Hiroshima, Niigata, Nagóia, Fukoka e Sapporo; a junção da “New York Stock Exchange” com a “Archipelago Holdings”; a união da “NYSE Group Inc.” com a “Euronext N.V.”, criando a *holding* “Nyse Euronext”; a incorporação da Bolsa de Valores Italiana pela “London Stock Exchange”; e, ainda, a integração das Bolsa de Valores de São Paulo e Bolsa de Mercadorias & Futuros dando origem à BM&FBOVESPA, todos a seguir comentados em mais detalhe.

Em setembro de 2000, foi oficializada a criação da “Euronext”, que corresponde ao resultado da fusão entre as bolsas de valores de Amsterdam (“Amsterdam Exchanges”), Bruxelas (“Brussels Exchanges”) e Paris (“Paris Bourse”). Essa foi a primeira fusão de três bolsas de diferentes países. A mesma “Euronext” foi engrandecida, posteriormente em 2002, pela aquisição da Bolsa Internacional de Futuros e Opções de Londres (“London International Financial Futures and Options Exchange”), bem como pela fusão com a Bolsa de Valores de Lisboa e Porto.

A partir de negociações que se iniciaram também no ano de 2000, a fusão das bolsas de valores de Londres e de Frankfurt, cuja união daria origem à denominada “International Exchanges” (iX), foi um dos eventos mais discutidos e exemplificativos do processo de integração de bolsas de valores. Entretanto, tal fusão acabou por não se concretizar. Após o anúncio do fracasso da operação, o “OM Gruppen” (bolsa da Suécia) fez uma oferta hostil para aquisição do controle da Bolsa de Londres. A referida aquisição também não se realizou.

No final do ano 2000, as nove bolsas de valores existentes no Brasil – Bolsa de Valores de São Paulo; Bolsa de Valores do Rio de Janeiro; Bolsa de Valores de Minas, Espírito Santo e Brasília; Bolsa de Valores do Extremo Sul; Bolsa de Valores do Paraná; Bolsa de Valores da Bahia, Sergipe e Alagoas; Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba; Bolsa de Valores Regional, representando Ceará e Rio Grande do Norte; e, ainda, Bolsa de Valores de Santos – assinaram um protocolo de

reorganização do mercado, pelo qual toda a negociação de valores mobiliários passava a se concentrar nas bolsas de valores de São Paulo (títulos privados) e do Rio de Janeiro (títulos públicos).

Embora a bolsa de Tóquio tenha se transformado em uma empresa com fins lucrativos em 2001, a organização ainda não abriu seu capital, como muitas já fizeram. Ao longo do ano de 2000, no entanto, incorporou outras bolsas nipônicas, como as de Hiroshima, Niigata, Nagóia, Fukoka e Sapporo. Além disso, a Bolsa de Tóquio firmou uma parceria com a de Taiwan.

Ao final de 2005, a tradicional bolsa de Nova Iorque. “New York Stock Exchange” (NYSE), anunciou sua fusão com a bolsa eletrônica “Archipelago Holdings”, também americana. Pouco após esse processo de fusão, a bolsa de Nova Iorque alterou sua estrutura jurídica que vigorava há séculos, passando de associação para sociedade anônima – processo conhecido como desmutualização, cada vez mais comum entre as grandes bolsas de valores mundo afora, que passam então a listar suas ações em suas próprias bolsas. (Vergueiro, 2010, p. 83 – 84)

Em abril de 2007, a “NYSE Group Inc.” juntou-se à “Euronext N.V.” numa fusão que criou a holding “Nyse Euronext”, um gigante bursátil em termos de capitalização de mercado e liquidez a reunir seis bolsas de valores que negociam ações em cinco países e outros seis mercados de derivativos. Assim surgiu um líder mundial em listagem, transações com ações, juros, derivativos, bônus e distribuição de informações.

Poucos meses depois, ainda em 2007, a “London Stock Exchange” incorporou a Bolsa de Valores Italiana. Esta fusão ítalo-britânica criou o grupo mais diversificado entre os mercados de capitais europeus e uma plataforma ideal na região para expansão global. Já em 2007, ele tornou-se líder em liquidez de ordens de compra e venda por valor e volume negociado na Europa, além de liderar também o comércio eletrônico de derivativos securitizados, de fundos de índices de ações e o mercado de renda fixa europeu através de sua participação na MTS, empresa italiana de negociação eletrônica de títulos públicos. O negócio envolveu 1,634 milhão de euros e gerou um grupo que, em junho de 2007, valia EU\$ 5,7 milhões. A Bolsa de Londres atingiu essa condição depois de resistir estoicamente a investidas de aquisição pela norte-americana “NASDAQ”

(“National Association of Securities Dealers Automated Quotations”), geograficamente a mais próxima concorrente da NYSE. (Passos, 2007)

Em maio de 2008, a integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros deu origem à BM&FBOVESPA, que assim alcançou, em 23/09/2010, a posição de segunda maior bolsa do mundo em valor de mercado. O processo de junção – que será melhor estudado no Capítulo 3.1.1. do presente trabalho – foi sucessor da desmutualização de ambas BOVESPA e BM&F que, em 2007, tornaram-se sociedades por ações com fins lucrativos.

1.3.3. Os centros financeiros globais: Nova Iorque, Londres e Tóquio

Como visto, são amplamente considerados como centros financeiros globais Nova Iorque, Londres e Tóquio. Vejamos então as principais características de cada um deles.

Nova Iorque

Nova Iorque corresponde a nada menos que o mais importante centro financeiro da maior economia do mundo. Desse modo, a escala de seus mercados supera em muitos as dos outros centros financeiros – trata-se do maior centro financeiro mundial em termos de capitalização do mercado de ações –, apesar disso, parte preponderante das transações é de origem doméstica, e não internacional.

Foi o fim da Guerra Civil, em 1865, que permitiu o surgimento de “Wall Street”, o distrito financeiro de Nova Iorque, como verdadeiro centro financeiro da América. Como já sinalizado, a Primeira Guerra Mundial foi, entretanto, o evento responsável pela real projeção do primeiro mercado de capitais internacional, posto que o governo britânico e as forças aliadas recorreram ao capital estadunidense para financiarem seus projetos de guerra.

Em 1929, “Wall Street” foi marcado por feroz crise, com a verdadeira quebra da bolsa, seguida por período de negócios em extrema baixa – a Depressão dos anos 30. A partir daí iniciou-se a política de controle das operações financeiras e regulamentação do mercado de capitais, tendo sido editada, em 1933, a Lei “Glass-Steagall”, que separou os bancos de investimento dos bancos comerciais, além de ter sido criada em 1934 a já citada “U.S. Securities and Exchange

Commission” (ver nota de rodapé nº 16), justamente com o fim de supervisionar as atividades do mercado de capitais.

Após o período de recuperação e finda a Segunda Guerra Mundial (1939 – 1945), o dólar se firmou como a principal moeda internacional e Nova Iorque, como o principal sítio de transações financeiras internacionais. A ascensão de “Wall Street” foi favorecida também pela expansão das empresas norte-americanas para o exterior, o que foi impulsionado pela extinção do sistema de comissões fixas na Bolsa de Valores de Nova Iorque, estimulando-se a concorrência e as inovações no mercado.

São destacadas algumas características de Nova Iorque que a tornam o mais poderoso dos centros financeiros globais: (i) a grande diversidade de segmentos de seu mercado de atuação, como títulos do governo dos Estados Unidos, títulos municipais, títulos e papéis de empresas privadas, ações, securitização (em maior parte, hipotecas), mercado monetário, câmbio e operações de “swap”; (ii) o tamanho e a qualidade dos mercados, sendo os seus mercados de ações e de títulos os mais sofisticados do mundo e estando a dívida pública dos Estados Unidos em patamares tão elevados¹⁸, que chega a superar a soma das dívidas da Alemanha, Bélgica, França, Holanda, Itália, Japão e Reino Unido; (iii) o amplo leque de estratégias e prazos de vencimento à disposição dos emissores de títulos; (iv) o grande espaço ocupado de mercado por investidores funcionais, como fundos mútuos, fundos de pensão, fundos de investimento; e, ainda, (v) a capacidade de criatividade e inovação, sendo os seus instrumentos financeiros reproduzidos ao redor do mundo.

O mercado monetário nova-iorquino é igualmente forte, aliás, o maior do mundo. Enquanto o mercado de capitais oferece financiamento de longo prazo para investimentos, o mercado monetário proporciona recursos de curto prazo para empresas e entidades Estatais. No mercado de câmbio, Nova Iorque perde em tamanho apenas para Londres, tendo sofrido aumento

¹⁸ Em 03.08.2011, segundo o relatório diário sobre finanças públicas divulgado pelo Tesouro Nacional dos Estados Unidos, a dívida pública do país atingiu a marca de US\$ 14,5807 trilhões, superando o PIB norte-americano de 2010, de 14,5265 trilhões de dólares. No dia imediatamente anterior, o Senado americano havia aprovado a elevação do limite máximo da dívida pública federal. A última vez que a dívida pública dos EUA superou o PIB do país foi em 1947, período imediato do pós-guerra. Essa relação tinha diminuído para 32,5% do PIB em 1981. (Exame.com, 2011)

de US\$ 58 para US\$ 350 bilhões de dólares em movimento diário de câmbio, entre os anos de 1986 e 1998.

No que se refere ao segmento bancário, os bancos estrangeiros também são agentes de destaque nas atividades financeiras de “Wall Street”. Em 1971, eram 73 bancos estrangeiros presente na cidade e, em 1980, eles chegaram a 240 e em 1990, por sua vez, a 314. Dentre eles, muito têm origem européia, mas os japoneses formam, numericamente, o maior contingente de bancos estrangeiros em Nova Iorque.

Londres

A “City of London”, nome pelo qual é conhecido o mercado mobiliário inglês, iniciou suas atividades no século XVI, de maneira informal, com a fundação do “Royal Exchange” em 1567. Foi apenas em 1973, com a fundação da “United Stock Exchange”, reunindo as bolsas do Reino Unido e da Irlanda, que esse mercado passou a operar de forma centralizada, tornando-se logo o maior centro financeiro existente à época. Ainda hoje, Londres ocupa o primeiro lugar em transações cambiais, gestão de fundos e atividades bancárias internacionais, tanto em termos de empréstimos externos, quanto em número de bancos estrangeiros lá sediados.

De início, o Banco da Inglaterra detinha a responsabilidade oficial pelo regimento do sistema bancário do país e também vigiava informalmente o funcionamento das empresas e dos mercados da “City of London”. Em 1997, tal competência foi transferida para a “Financial Services Authority” (FSA), então responsável pela supervisão das atividades financeiras (que já contribuíam com cerca de um quinto do PIB britânico), limitando-se o Banco à fixação da política monetária e das taxas de juros. A FSA, na condição de nova autoridade regulatória, passou a concentrar as tarefas de supervisão bancária, regulamentação das atividades seguradoras, além de atividades autorregulatórias de supervisão de gestores de fundos, de produtos para investimentos de pessoas físicas e de corretoras.

Como já mencionado, o centro financeiro londrino teve sua liderança abalada em meio à Segunda Guerra Mundial, perdendo espaço para Nova Iorque, apesar disso, registrou notável recuperação na década de 1950, tornando-se um centro de eurodólares. No início dos anos 80, no entanto, o mercado de títulos local tornou-se ultrapassado e, para evitar a obsolescência, o

governo lançou um programa de reforma conhecido como “Big Bang”, eliminando restrições como aquela referente à impossibilidade de manutenção de propriedade de empresas financeiras por parte de bancos, diminuindo limitações para tornar-se membro da bolsa local, acabando com a diferenciação entre membros “brokers” e “jobbers”¹⁹ e, ainda, estimulando a concorrência com a liberalização da estrutura das comissões.

As décadas de 1980 e 90 presenciaram, nesse contexto de desregulamentação do mercado, a rápida expansão das atividades da “City of London”, especialmente da área de negócios internacionais. Entre os anos 1985 e 1994, o mercado de capitais do Reino Unido cresceu mais de três vezes – ainda que diante de queda em 1987 –, o mercado de títulos, por sua vez, cresceu duas vezes e meia, enquanto o mercado monetário dobrou de tamanho. Em 2000, numa tentativa de sobressair em meio ao mercado globalizado, bem como reagir à formação da imponente União Européia, a Bolsa de Valores de Londres iniciou negociações sobre a fusão frustrada com a Bolsa alemã de Frankfurt. Ainda independente, é de grande destaque o papel ocupado por Londres entre os centros financeiros mundiais.

Tóquio

Por último, Tóquio surge como principal centro financeiro do seu fuso horário no Pacífico Sul. Por muitas décadas, desde o seu surgimento, correspondeu ao maior centro nacional, tendo, a partir da década de 1970, crescido para assumir dimensões internacionais, na medida em que o Japão tornava-se uma superpotência econômica. Apesar do abalo sofrido pela Segunda Grande Guerra, depois do qual se voltou o sistema financeiro para a reconstrução do país, contando com pacote de assistência dos Estados Unidos, o Japão se reergueu até chegar ao patamar de segunda maior economia do mundo.

Foi justamente na década de 70 que se iniciou o movimento de liberalização financeira e, a partir daí, Tóquio despontou como centro financeiro internacional. À época, as significativas

¹⁹ Os “brokers” eram os corretores da Bolsa de Valores de Londres, negociando sempre para clientes e remunerando-se através de comissões, enquanto os “jobbers” realizavam operações exclusivamente em nome próprio, de forma a prover liquidez ao mercado. O termo “stockjobber” era comumente empregado em tom pejorativo, para designar pessoa que realizava operações de modo especulativo e, por vezes, até fraudulento. O “jobber” exercia, no entanto, importante papel no fomento à liquidez do mercado londrino, sendo remunerado basicamente pela diferença de preços entre as compras e vendas de ações que realizava. (Dutra, 2008, p. 101)

reservas financeiras e as baixas taxas de juros tornavam os empréstimos tomados na cidade bastante atraentes para investidores estrangeiros. A implementação, em 1986, do “Japanese Offshore Market” (JOM), criado à imagem dos instrumentos bancários internacionais de Nova Iorque, foi um passo determinante na internacionalização do iene e do mercado financeiro japonês, tendo em vista que os depósitos externos e créditos contratados no âmbito do JOM eram livres das exigências internas de reservas, bem como das restrições às taxas de juros, o que significou para os bancos japoneses a possibilidade de representar forte concorrência nas transações bancárias “offshore”.

No entanto, os anos 90 foram marcados por queda brutal ao mercado acionário de Tóquio. Em meio às reminiscências da depressão do pós-guerra, os bancos, corretoras e seguradoras tinham de se esforçar muito para continuarem ativos, de modo que os bancos japoneses frearam seus empréstimos ao exterior e viram reduzir a demanda externa por ações (cujos preços despencavam), além de caírem violentamente as operações de bancos estrangeiros. Desde então, diante da adoção de reformas de práticas bancárias e de desregulamentação, o mercado vem experimentando gradual recuperação, já tendo reassumido a posição de centro financeiro de magnitude internacional, que dirá de suma importância regional. Tanto é assim que, das nove bolsas de valores existentes no Japão, a de Tóquio, fundada em 1978, é a maior, tendo a bolsa de Osaka como sua grande rival. Além disso, o mercado acionário japonês, em volume, só é superado pelo dos EUA.

O Banco do Japão, ou banco central japonês, tem função importante no cenário financeiro do país, pois é o prestador de última instância do sistema e o agente fiscal do governo. Fora a isso, o mercado monetário, que conta com agentes diversos – como grandes bancos comerciais, bancos regionais, seguradoras e corretoras –, além de instrumentos financeiros e mercados subsidiários diversificados, era historicamente empregado pelo Banco do Japão como instrumento de controle e implementação da política econômica (normalmente via racionamento de crédito), tendo, a partir de 1971, no entanto, deixado de sê-lo, tendo em vista as reinantes políticas mais flexíveis de governança no mercado financeiro. (Pinheiro, 2007, p. 41 – 44)

2. Marco regulatório do mercado de capitais

A regulação de determinada atividade pode ser entendida como o emprego dos instrumentos legais necessários à implementação de objetivos de determinada política econômica ou social, estabelecendo limites à atuação dos participantes, quer quanto à conduta, quer quanto aos bens negociados, tirando a liberdade característica dos setores inteiramente desregulados, em que rege a pura economia do livre mercado. A regulação jurídica – aquela que não é voluntariamente estabelecida pelos próprios agentes, que seria a autorregulação – se perfaz pela edição de normas legais ou regulatórias, pelo registro e fiscalização das entidades atuantes, bem como pela aplicação das normas, com possibilidade de aplicação de sanções administrativas, todas ações que caracterizam uma intervenção do Estado na economia, enquanto ente regulador.

Em termos históricos e internacionais, a regulação da economia voltou-se primeiramente para a disciplina da prestação de serviços públicos por particulares, passando depois a alcançar outros mercados, como os de petróleo, gás, medicamentos e, ainda, o de valores mobiliários, de acordo com o reconhecimento da existência de relevante interesse público nas atividades respectivas. Em todos esses campos, a regulação designa o conjunto de regras que limitam a liberdade de atuação e de escolha das empresas, dos profissionais e dos consumidores, cuja aplicação se sustenta no poder de coerção Estatal.

Nesse sentido, cabe ressaltar que o regular de certa atividade econômica indica, por parte do Estado, a sua intenção de, simultaneamente, não eliminá-la, nem deixá-la funcionar de forma inteiramente livre – daí a opção pela regulação da conduta dos participantes do mercado, seja a nível de acesso (regulação das condições de entrada) ou a nível de exercício da atividade econômica (limitação à livre realização de determinadas operações). Enquanto a atividade regulatória econômica é composta pelo viés estrutural – disciplina a estrutura do mercado, se concretizando normalmente por meio de normas para o exercício da atividade e normas de entrada e saída – e pelo viés de conduta – disciplina o comportamento dos agentes, geralmente impondo-lhes determinadas proibições e obrigações positivas –, a regulação social compreende as áreas de meio-ambiente, condições de trabalho, relações de consumo, entre outros. (Eizirik, 2008, p. 13 – 15)

É a regulação jurídica estrutural da atividade desempenhada pelo mercado de capitais brasileiro que corresponde ao objeto de estudo do presente Capítulo, em especial no que tange aos seus princípios e objetivos, ao seu histórico e à sua imposição atual de estrutura.

2.1. Princípios e objetivos da regulação do mercado de capitais

2.1.1. Teorias da captura, econômica e do interesse público

Ainda que a regulação seja, em geral, fruto da percepção de presença de relevante interesse público a ser tutelado em determinada atividade, nem sempre ele é o único elemento a nortear a sua confecção. De acordo com a teoria da captura, por exemplo, as normas reguladoras e até mesmo a atuação das próprias agências reguladoras podem ser objeto de captura por agentes do mercado que visam a obter legislação favorável aos seus interesses.

Segundo essa teoria, a regulação nada mais seria que a resposta às demandas de grupos de interesse organizados, cada um atuando para maximizar o atendimento aos anseios de seus membros, de modo que, ao longo do tempo, as agências reguladoras tenderiam a ser capturadas pelas indústrias reguladas, geralmente correspondentes aos grupos de pressão mais fortes e com mais poder e recursos a exercer “lobby” sobre os procedimentos de elaboração e aplicação de leis.

Para a teoria econômica da regulação, por sua vez, uma variante da teoria da captura, diante da possibilidade de o poder coercitivo do Estado conferir benefícios a determinados grupos, a regulação pode ser vista como um produto cuja alocação é governada pelas leis da oferta e demanda, tendo em vista a disponibilidade de certo segmento para arcar com os custos e consequentemente desfrutar dos benefícios da obtenção de regulação favorável.

Ainda assim, o interesse público segue sendo elemento norteador de boa parte da atividade regulatória do mercado de capitais. As várias teorias que explicam a regulação com base no interesse público costumavam partir dos pressupostos de que os mercados são naturalmente frágeis, operando ineficientemente ou de forma pouco equitativa e de que a regulação pode ocorrer sem custos significativos, defendendo então que os custos de transação e de informação, verificados quando o mercado opera com ineficiência, inexistem na presença da regulação Estatal.

Depois de anos de debates teóricos, passaram tais teses a aceitar que a regulação não ocorre sem custos, e mesmo que tais custos possam ser superiores aos benefícios por ela gerados. A versão mais moderna e sofisticada da teoria do interesse público não mais presume que a atividade regulatória é perfeita, concebendo a ideia de existência de falhas no mercado, para as quais a regulação pode ser – mas não necessariamente é sempre – um bom remédio, que, entretanto, não deve preponderar diante de custos excessivamente maiores que os benefícios dela decorrentes.

Tal reformulação parece bastante apropriada, tendo em vista a inegável existência de custos para a produção, aplicação e fiscalização de normas, por vezes de fato superiores aos benefícios concretos gerados. O brilhante autor Nelson Eizirik aponta reconhecer diversos casos atuais em que a regulação gera custos excessivos, entre eles, a redação por demais abrangente da Instrução CVM (ICVM) nº 358/02, ao enunciar exemplos de atos ou fatos “potencialmente relevantes”²⁰, levando as companhias abertas a divulgarem como fatos relevantes matérias que não são capazes de provocar maiores impactos na cotação de suas ações, apenas por conta do temor de sofrerem processos administrativos se não o fizerem. Considerados os custos – elevados, inclusive – de geração e divulgação de informações pelas companhias, bem como os tímidos benefícios da divulgação de fatos desimportantes, parece ser um caso em que a ação regulatória não se justifica. Outro caso citado é o dos processos sancionadores que tardam entre quatro ou cinco anos para que sejam apreciadas acusações de infrações pouquíssimo relevantes, sendo despendidos recursos públicos sem que haja qualquer ganho significativo aparente.

2.1.2. Objetivos maiores da regulação

A despeito da variedade de teorias a respeito da fundamentação da atividade regulatória, é certo que, no mercado de capitais, ela possui certos objetivos básicos: a proteção aos investidores,

²⁰ Para trazer uma lista exemplificativa de atos ou fatos relevantes, o parágrafo único do art. 2º da ICVM nº 358/02, assim dispõe (grifo nosso): “Art. 2º. **Considera-se relevante**, para os efeitos desta Instrução, **qualquer decisão** de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios **que possa influir de modo ponderável**:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Parágrafo único. Observada a definição do caput, **são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:(...)**”

a promoção da eficiência do mercado, a criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas, o incentivo à desconcentração do poder econômico e, ainda, o evitar das situações de conflitos de interesses na atuação dos agentes do mercado.

A proteção aos investidores é comumente apontada como o mais fundamental desses objetivos, devendo a regulação, para com ele se compatibilizar, promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermediam ou propiciam os locais e mecanismos para as operações. A ideia é que os consumidores possam confiar que os retornos de suas aplicações no mercado serão razoavelmente proporcionais aos riscos dos investimentos, que as instituições atuantes são dotadas de integridade financeira e, ainda, que as informações providas pelas companhias emissoras são fidedignas.

Na medida em que a regulação impõe aos emissores de valores mobiliários a obrigação de divulgar todas as informações relevantes, bem como os proíbe de fazer uso de informações privilegiadas ou de práticas fraudulentas ou manipuladoras do mercado, ela atua na proteção aos investidores diminuindo os seus riscos – jamais os eliminando, dado que é da natureza das operações acionárias a participação nos resultados das companhias, sem qualquer garantia de retorno positivo. Assim, a proteção aos investidores é provida basicamente por normas que regulem a conduta dos emissores de valores mobiliários – exigindo especialmente a prestação plena e acurada dos dados necessários à avaliação dos valores ofertados, também coibindo os comportamentos ilegais ou abusivos dos administradores e acionistas controladores das empresas – e dos intermediários financeiros – nesse caso, principalmente inibindo práticas de manipulação do mercado, eliminando conflitos de interesses, impedindo a discriminação entre clientes e promovendo tratamento adequado às suas necessidades financeiras.

O objetivo de promover a eficiência do mercado tem viés econômico complexo, porém, uma vez mais, está relacionado à prestação de informações adequadas, já que o aumento da quantidade e qualidade das informações resulta em processo de formação de preços mais eficientes, bem como na tomada de decisões melhor embasadas e mais racionais, beneficiando não apenas o investidor individual, mas a economia como um todo.

O viés econômico da eficiência a ser atribuída pela regulação do mercado de capitais está nos seguintes desdobramentos: (i) na determinação das cotações dos valores mobiliários, traduzindo-se a eficiência na capacidade de reação das cotações às novas informações; (ii) na alocação de recursos, de modo que os investidores possam, com base nos dados disponibilizados publicamente, aplicar suas poupanças nos títulos mais rentáveis; e (iii) nas operações realizadas entre os investidores, reduzindo ao máximo os custos de transação (como custos para busca de informações sobre os ativos, de negociação, de realização de contratos, entre outros). Desses três, os dois primeiros objetivos são concretizados através da legislação de “disclosure”, que consagra o princípio da ampla transparência de informações; o terceiro, por seu turno, é alcançado mediante o regramento da conduta dos intermediários financeiros e a promoção de índices crescentes de competição no mercado.

Para a criação e manutenção de instituições não apenas financeiramente sólidas, mas também competitivas, a regulação deve estabelecer limites mínimos de capital para que se possa operar em determinado mercado, além de disciplinar os requisitos de qualificação para os profissionais nele atuantes. Através desse tipo de norma, as instituições financeiras se tornam mais híidas, levando o mercado a funcionar com maior estabilidade institucional, ademais, tornam o mercado como um todo mais competitivo frente a outros mercados que atuam em outras regiões e países.

Outro objetivo a ser almejado é evitar a concentração do poder econômico, capaz de causar imperfeições ao mercado em função da diminuição de competição que acarreta. A regulação deve se preocupar especificamente com essa tarefa diante de cenários de tendência à concentração de entidades emissoras de valores mobiliários, o que geralmente se dá quando o mercado secundário se mostra centrado em poucos títulos; bem como diante de cenários de concentração entre os intermediários financeiros, principalmente quando organizados em poucos conglomerados.

Deve a regulação, por último, evitar conflitos de interesse, que se configuram com a ocorrência de situação em que os intermediários financeiros e os acionistas controladores e administradores de emissoras assumam interesses potencialmente contrários aos de seus clientes ou acionistas minoritários. A falta de independência nas atividades de consultoras de investimentos e administradoras de fundos, bem como a venda compulsória de serviços de bancos

são ocasiões que comumente ensejam a consumação de conflito de interesses. Especificamente dentro da estrutura das companhias emissoras, o conflito surge diante contratação, por acionistas controladores ou administradores, de negócios em benefício próprio ou de outras empresas em que atuem também ou detenham participação.

Os conflitos de interesses podem ser evitados através de regulação que proíba “vendas casadas”, que imponha a segregação de atividades nas instituições financeiras – o chamado “chinese wall”, que vede negócios em que administradores ou controladores tenham interesses potencialmente conflitantes com os da sociedade emissora, e, por fim, que imponha o dever de “disclosure”, ou de revelação, da existência de situação de conflito de interesses para os potenciais prejudicados. (Eizirik, 2008, p. 15 – 22)

2.2. Histórico da regulação brasileira

2.2.1. Regulação constitucional

Em termos de disciplina constitucional, pode-se dizer que apenas com a Constituição Federal de 1988 as mais relevantes bases do mercado de capitais brasileiro tiveram reconhecimento e previsão legal expressa de tamanha ordem hierárquica.

A Constituição de 1934 inovou ao conceder à “Ordem Econômica e Social” um capítulo próprio (artigos 115 a 143); em seguida, a Carta de 1937 incluiu nas competências legislativas da União Federal “questões de bolsa” (art. 16, inciso VI), às quais a Constituição democrática de 1946 acrescentou as “normas gerais de direito financeiro” (art. 5º, inciso XV, alínea ‘b’). As Constituições de 1967 e de 1969, por sua vez, passaram a permitir a intervenção Estatal no domínio econômico – que antes era balizada pelo interesse público e pelos direitos fundamentais – diante de situação de indispensabilidade decorrente de motivo de segurança nacional ou para organizar setor que não pudesse ser desenvolvido com eficácia em meio ao regime de competição e livre iniciativa (art. 157, parágrafo 8º da Constituição de 1967 e art. 163 da Emenda Constitucional de 1969).

A Constituição de 1988, então, com capítulo dedicado exclusivamente à “Ordem Econômica e Financeira” (a “Ordem Social” assumiu capítulo independente), determinou que o Sistema

Financeiro Nacional (art. 192, com redação atual dada pela Emenda Constitucional nº 40, de 29 de maio de 2003) seja “estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade” e regulado por leis complementares. Apesar de não fazer menção específica ao mercado de valores mobiliários, a Carta Magna conferiu, pela primeira vez, status constitucional a uma série de matérias intimamente ligadas ao setor.

Foi em 88 que passaram a ser constitucionalmente previstos: a competência da União para fiscalizar as operações de natureza financeira (art. 21, inciso VIII); a proteção à poupança popular (art. 22, inciso XIX); a proteção ao consumidor, inclusive aquele que consome serviços ofertados no mercado mobiliário (art. 5º, inciso XXXII e art. 170, inciso V); a possibilidade de responsabilização dos dirigentes de pessoas jurídicas, bem como delas próprias, diante de atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular (art. 173, parágrafo 5º); o desempenho pelo Estado das funções de fiscalização, incentivo e planejamento – este último determinante para o setor público e indicativo para o setor privado – da atividade econômica (art. 174). Desse modo, extrai-se do texto constitucional o dever do Estado de regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, enquanto segmento do sistema financeiro, em estrita atenção à proteção ao investidor-consumidor e à poupança popular. (Trindade, 2002, p. 297 – 300)

2.2.2. Regulação infraconstitucional

Regime das Leis nºs 4.595/65 e 4.728/65: modelo bipartido do sistema financeiro

Também em consonância com esse dever tem que estar, portanto, a normativa infraconstitucional, que passou por seu próprio processo de evolução até alcançar os níveis regulatórios atuais. Foi a partir da Lei nº 4.595, de 1965, a chamada Lei da Reforma Bancária, que o Sistema Financeiro Nacional passou a se organizar em torno do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (BACEN), então criados em substituição à Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), em funcionamento desde 1945.

A Lei da Reforma Bancária vigia à época do Decreto-lei nº 2.627, de 1940, que dispunha sobre as sociedades por ações, sem, no entanto, diferenciá-las entre companhias abertas e fechadas conforme a emissão de valores mobiliários destinados à oferta, e, nesse contexto, passou

a disciplinar o registro dos agentes do mercado que praticassem a intermediação financeira e a corretagem de valores mobiliários, mas não o registro da distribuição pública dos valores em si.

Foi então com a Lei nº 4.728, também do ano de 1965, conhecida como Lei do Mercado de Capitais, que se passou a impor às companhias abertas negociadoras de valores mobiliários em mercados organizados a necessidade de registro das respectivas distribuições públicas. A referida norma representou o primeiro movimento de ampla normatização do mercado de capitais brasileiro, atentando primordialmente para as seguintes diretrizes: (i) definição de um quadro institucional que permitisse a criação de sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais; (ii) preparação de condições que possibilitassem a formação de mercados de obrigações privadas a médio e longo prazos; (iii) regulamentação e fiscalização das operações nos mercados de capitais com base no modelo adotado pelos Estados Unidos a partir da década de 1930, com a fundação da “U.S. Securities and Exchange Commission”; (iv) inovações nas legislações acerca de sociedades por ações e de debêntures; e (v) alterações na disciplina do imposto de renda, em especial no tocante à incidência sobre rendimentos de títulos negociados no mercado de capitais. (Lamy Filho & Pedreira, 1997, vol. I, p. 122 – 123)

Ela correspondeu ao primeiro diploma legal a disciplinar o mercado de capitais separadamente do mercado financeiro, atribuindo ao CMN e ao BACEN deveres como facilitação ao acesso público a informações sobre sociedades emissoras e valores mobiliários distribuídos no mercado; proteção do investidor contra ilegalidades e fraudes; disciplina da utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários; regulação do exercício da atividade de corretora de títulos mobiliários e de câmbio; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas pelos agentes que exerçam funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários – todos deveres nitidamente guiados pelas diretrizes que, conforme previamente destacado, vieram a ser objeto de expressa previsão constitucional em 1988.

Surgiu assim o conceito positivado de companhia aberta no direito brasileiro, pouco depois disciplinado pela Resolução CMN nº 106/68 que, em conjunto às Resoluções CMN nºs 39/66 e 88/68 (que regulavam, respectivamente, as Bolsas de Valores e os registros das emissões de valores mobiliários), constituíam parte da instrumentação normativa destinada à criação de condições para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro de forma a tornar-se capaz de

direcionar a poupança popular para investimentos nos setores considerados prioritários pela estratégia do então governo. (Teixeira & Guerreiro, 1979, vol. I, p. 29)

Regime das Leis nºs 6.385/76 e 6.404/76: modelo tripartido do sistema financeiro

A esse regime sobreveio, em 1976, a promulgação das Leis nºs 6.385 e 6.404, que mantiveram conexão com conceitos e parâmetros estabelecidos pela Lei do Mercado de Capitais da década anterior. A maior inovação da Lei nº 6.385, até os dias atuais chamada de Lei do Mercado de Valores Mobiliários, foi a nova bipartição da disciplina do mercado de capitais, agora entre o Banco Central e a então criada Comissão de Valores Mobiliários. (Trindade, 2002, p. 303)

Permanecem na competência do BACEN os poderes de controle do mercado monetário, os títulos de responsabilidade das instituições financeiras, salvo as debêntures, e os títulos da dívida pública. Enquanto isso, passaram à CVM a disciplina, fiscalização e punição dos agentes do mercado de capitais, bem como a regulação dos valores mobiliários em geral, bem como seus cupões e bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas (S.A.), a critério do CMN²¹. Quanto a esse último, a Lei do Mercado de Valores Mobiliários trouxe, ainda, novas competências ao Conselho Monetário Nacional, substituindo por completo aquelas previstas no regime legal anterior. (Teixeira & Guerreiro, 1979, vol. I, p. 32 – 33)

A exposição de motivos do projeto da Lei nº 6.385 levada à Câmara dos Deputados pelo Sr. Mario Henrique Simonsen, então Ministro da Fazenda, destacava a íntima relação entre esse projeto e o da Lei nº 6.404, a nova da Lei das S.A. que viria a ser promulgada no mesmo ano. Assim tecia a exposição justificativa:

“o texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais provados nacionais. Com, tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas.

(...)

A Lei nº 4.728, de 1965, organizou o mercado de capitais, sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização do Banco Central do Brasil. O legislador da época entendeu que o mercado de capitais, então incipiente, não justificava a criação de órgão especializado para o fiscalizar. O Banco Central, que estava sendo instalado, era o órgão naturalmente indicado para exercer a

²¹ De acordo com a redação original do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

função. Entretanto, o Banco Central, cuja função precípua é a de gestor da moeda e do crédito, da dívida pública e do balanço de pagamento, não deve ter as suas atribuições sobrecarregadas com a fiscalização do mercado de valores mobiliários." (grifo nosso) (Magalhães, 1977, vol. I, p. 12 – 13)

"O principal fator de fortalecimento da empresa privada deve residir no estabelecimento de novos mecanismos para sua capitalização. Esse objetivo não poderá advir de um tratamento paternalista para um pequeno grupo de eleitos, mas do desenvolvimento de um novo espírito associativo dos empresários entre si e com a poupança popular e institucional. A exemplo de outros países, o grande capitalismo constrói-se pela aglomeração de poupanças através do mercado de ações. O projeto de Lei das sociedades por ações e o da Comissão de Valores Mobiliários, ora em discussão no Congresso Nacional, constituem importantes instrumentos para a capitalização da empresa privada. O projeto das sociedades por ações elaborado pelos doutores José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho foi amplamente debatido com as classes produtoras, tendo o Governo recebido valiosas sugestões para a sua modificação em alguns pontos mais controvertidos. Mantendo a estrutura original e incorporando-lhe várias das sugestões recebidas, o Poder Executivo elaborou um projeto final sobre a matéria. Este projeto pressupõe a existência de novo órgão federal - a Comissão de Valores Mobiliários - com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas. A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente, e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que a agência governamental (então já está prevendo uma agência; inclusive, chamou de Comissão) especializada, exerça as funções de polícia no mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito." (grifo nosso) (Simonsen, 1976 a)

Destacando valores e objetivos bastante semelhantes, se posicionou a exposição de motivos do projeto de lei que viria a dar origem à Lei nº 6.404, apresentada ao Presidente da República, Ernesto Geisel, novamente por Mario Henrique Simonsen, como se vê no seguinte trecho:

"O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade." (Simonsen, 1976 b)

Importante ressaltar a alteração promovida no conceito de companhia aberta pelas Leis nºs 6.835 e 6.404: se, no regime legal anterior, o termo era ligado ao grau de dispersão de ações da companhia²², no novo sistema, ele passa a se atrelar à oferta pública ao mercado de valores mobiliários emitidos pela empresa²³. (Eizirik, 1992, p. 5)

²² O item II da Resolução CMN nº 106/68 assim classificava as sociedades anônimas de capital aberto, de acordo com o grau de dispersão de suas ações: "II - A emissão de certificados que atestem a condição de "capital aberto" dependerá de que pelo menos 20% (vinte por cento) do total das ações ordinárias emitidas (não consideradas as em tesouraria) estejam distribuídas, no mínimo, entre:

É desse modo que se dá a evolução do modelo bipartido da estrutura do sistema financeiro que vigia à época da Lei nº 4.728 para o modelo tripartido da Lei nº 6.385: enquanto o CMN segue no papel de órgão superior, responsável por ditar as políticas dos mercados financeiro, de capitais e de valores mobiliários – finalmente distinguidos entre si –, a CVM assume a disciplina, a fiscalização e a sanção relativas especificamente à terceira espécie de mercado, restando ao BACEN as mesmas funções no que tange às outras duas espécies de mercado.

As reformas de 1997 e 2001 às Leis nºs 6.385/76 e 6.404/76

A estruturação normativa atual do mercado mobiliário não é, entretanto, exatamente aquela acima descrita, isso em função, principalmente, dos dois processos de reforma promovidos às Leis do Mercado de Valores Mobiliários e das S.A. em 1997, pela Lei nº 9.457, e em 2001, por meio da Lei nº 10.303, da Medida Provisória nº 8 (depois convertida na Lei nº 10.411, de 2002) e do Decreto nº 3.995.

A primeira reforma concentrou-se na atividade sancionadora da CVM, detalhando e agravando as penalidades que podem ser impostas pelo ente diante da infração das normas cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar e, ainda, criando a possibilidade de suspensão dos processos administrativos via celebração de termo de compromisso pelo indiciado ou acusado. (Trindade, 2002, p. 305 – 307)

Já a reforma de 2001, mais profunda que a primeira, teve como focos principais (i) a alteração do conceito de valor mobiliário, que deixou de corresponder a uma enumeração taxativa,

a) as sociedades que possuam capital subscrito de NCr \$100.000,00 a NCr \$500.000,00:

1º GRUPO: 100 acionistas, nenhum deles com menos de 20 ações;

2º GRUPO: 150 acionistas, nenhum deles com menos de 35 ações;

3º GRUPO: 250 acionistas, nenhum deles com menos de 75 ações;

b) as sociedades que possuam capital de NCr \$500.001,00 a NCr \$1.000.000,00:

1º GRUPO: 150 acionistas, nenhum deles com menos de 30 ações;

2º GRUPO: 200 acionistas, nenhum deles com menos de 60 ações;

3º GRUPO: 350 acionistas, nenhum deles com menos de 100 ações;

c) as sociedades que possuam capital igual ou superior a NCr \$1.000.001,00:

1º GRUPO: 200 acionistas, nenhum deles com menos de 50 ações;

2º GRUPO: 350 acionistas, nenhum deles com menos de 75 ações;

3º GRUPO: 500 acionistas, nenhum deles com menos de 100 ações.”

²³ Assim dispunham as redações originais dos *caputs* dos arts. 22 e 4º das Leis nºs 6.385 e 6.404, respectivamente: “Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no

modificável apenas por norma do CMN, para passar ao conceito aberto de quaisquer “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”²⁴ quando ofertados publicamente; (ii) a ampliação dos poderes e da eficácia de regulamentos e decisões da CVM, conferindo maior autonomia aos seus dirigentes e crescendo o número de entidades reguladas; (iii) a conferência à Comissão de Valores Mobiliários do status de agência reguladora autônoma dotada de autoridade administrativa sem qualquer subordinação hierárquica, com autonomia financeira e orçamentária; (iv) a abrangência, pela disciplina do mercado de valores mobiliários, do mercado de derivativos, tendo em vista a inclusão dos contratos de derivativos entre o novo rol de valores mobiliários expressamente previstos como sujeitos ao regime da Lei nº 6.385; e, finalmente (v), o aperfeiçoamento da condução dos inquéritos pela CVM, passando a ela a competência – que antes era do CMN – de regulamentar o procedimento a ser adotado nos processos administrativos, que passam a ser de acesso público após ultrapassada a fase investigativa, passando a ter publicidade também as sessões de julgamento, antes restritas aos interessados, seus advogados e funcionários da Comissão. (Chediak, 2002, p. 530 – 543)

É esse o panorama da atual regência legal do mercado de capitais brasileiro, estruturado pelas Leis nº 6.385 e 6.404 reformadas, além dos diversos regimentos normativos editados pelos entes componentes do modelo tripartido, seguindo o CMN no vértice da organização geral do mercado e dividindo-se entre CVM e BACEN a competência para disciplina, fiscalização e sanção do mercado de valores mobiliários, e dos mercados financeiro, de capitais e de seguro, capitalização e previdência privada, respectivamente. A despeito da concessão de maior autonomia à atuação da CVM, em decorrência do desenvolvimento particular do mercado de capitais, a interdependência e a íntima conexão prática dos mercados entre si fez manter a estrutura de destaque de um ente a ditar as políticas e regras gerais para todas essas subáreas do Sistema Financeiro Nacional.

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

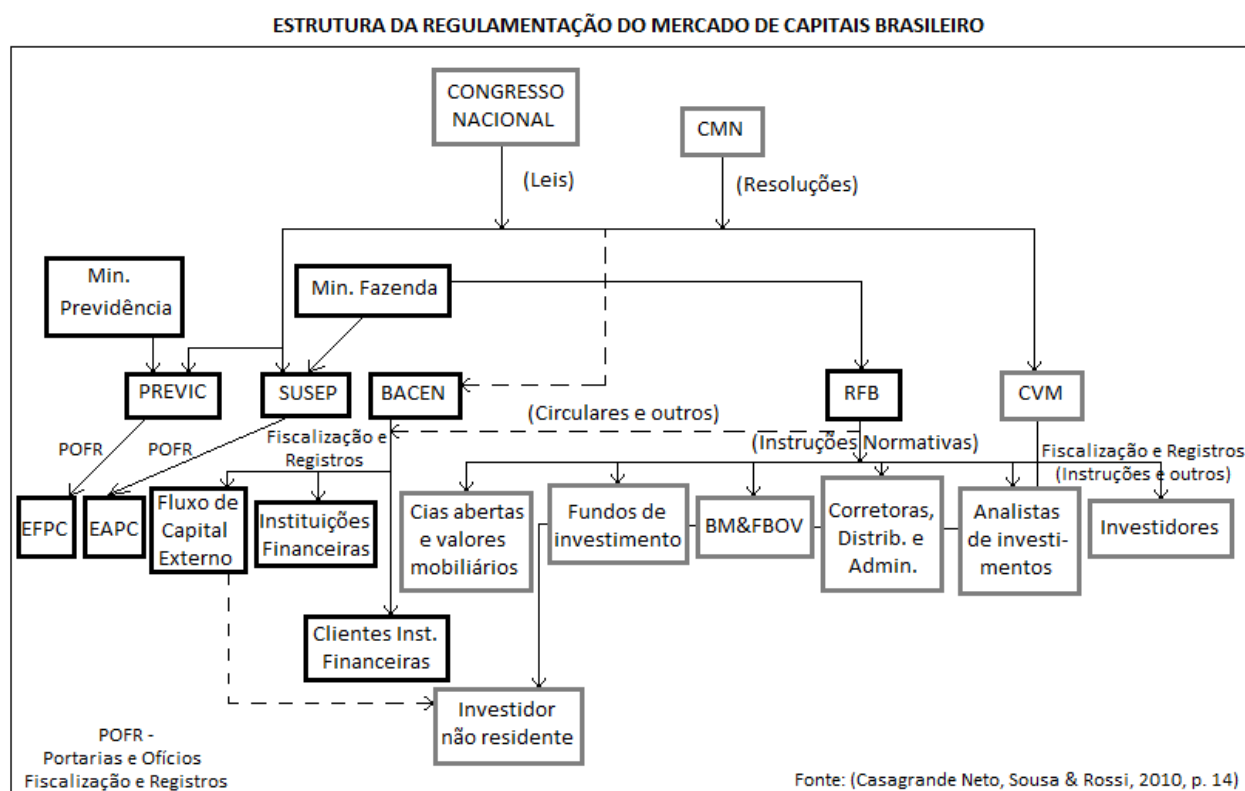
²⁴ Texto do art. 2º, inciso IX da Lei nº 6.385, incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.

2.3. Atual estrutura do mercado de capitais

Tendo em mente a história da regulação do mercado de capitais estudada acima, devemos relembrar que o sistema financeiro nacional se subdivide entre os segmentos: mercado de crédito, mercado monetário, mercado cambial e mercado de capitais, compreendendo este último o conjunto de operações com valores mobiliários – dentre eles, ações, debêntures, notas promissórias, bônus, opções e compromissos securitizados –, operações essas que se realizam predominantemente em bolsas de valores e mercados de balcão organizados, tendo como principais participantes, de um lado, as companhias emissoras de valores mobiliários e, de outro, os investidores institucionais (fundos de investimento, de previdência e seguradoras), investidores de varejo (pessoas físicas e jurídicas) e investidores não residentes. Também são participantes os intermediários das operações, que correspondem aos bancos de investimento, bancos múltiplos com carteira de investimento, além de corretoras e distribuidoras de valores mobiliários. (Casagrande Neto, Sousa & Rossi, 2010, p. 13)

Estando o mercado de capitais inserido dentro da estrutura do Sistema Financeiro Nacional, à sua disciplina normativa e operacional se submete. Tal disciplina se subdivide, justamente, em um subsistema normativo e outro operativo. Enquanto o primeiro tem o dever de regular, controlar e exercer fiscalização sobre os agentes dos mercados, ditando as normas a orientar o funcionamento do sistema – composto por Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários; o segundo é constituído pelas instituições financeiras públicas e privadas que atuam no mercado financeiro (entre elas, instituições bancárias, bancos de investimento, sociedades de crédito, entre outras). Também encaixado na estrutura do mercado de capitais está o sistema de distribuição de valores mobiliários, que envolve as bolsas de valores e mercadorias, os agentes e empresas de liquidação e custódia de títulos, os agentes autônomos dedicados à mediação, bem como as companhias emissoras. Em situação estrutural similar, estão os sistemas de liquidação e custódia e, ainda, os agentes especiais do sistema financeiro nacional. (Pinheiro, 2007, p. 48 – 66)

Abaixo, segue figura ilustrativa relativa à estrutura da atual regulamentação do mercado de capitais brasileiro, permitindo-nos seguir para um estudo mais detalhado das funções de seus principais agentes.



2.3.1. Subsistema normativo

Como já sinalizado, cabe a esse segmento a elaboração das normas a orientar o funcionamento do sistema financeiro, incumbindo-lhe a regulação, controle e fiscalização das instituições intermediadoras, a disciplina das modalidades de crédito, e até mesmo a emissão de títulos e valores mobiliários. Tal regulação é exercida por meio de normas legais expedidas pela autoridade monetária ou através da oferta seletiva de crédito levada a efeito pelos agentes financeiros do governo.

Conselho Monetário Nacional

O CMN é o órgão deliberativo máximo do sistema financeiro pátrio. De acordo com a Lei nº 4.595/64, é de sua competência a formulação da política da moeda e do crédito, buscando o progresso econômico e social do país. A sua composição foi alterada com a criação do Plano Real, tendo sido criadas a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito e sete comissões consultivas para assuntos diversos. É hoje então composto pelo Ministro de Estado da Fazenda – na qualidade de presidente –, pelo Ministro de Estado de Planejamento e Orçamento e pelo Presidente do BACEN.

A ele compete estabelecer as diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia; regular as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras; e disciplinar os instrumentos de política monetária e cambial. Dentre os desdobramentos práticos de suas funções, destacam-se: coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública interna e externa, em conjunto com o Congresso Nacional; adaptar o volume dos meios de pagamentos do país, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira; autorizar as emissões de papel-moeda pelo BACEN; disciplinar o crédito em suas modalidades e as formas das operações creditícias; estabelecer limites para a remuneração das operações e serviços bancários; estabelecer normas para as transações com títulos públicos, a serem seguidas pelo BACEN; aplicar as penalidades previstas e limitar, sempre que necessário, as taxas de juros, descontos, comissões e qualquer outra forma de remuneração de operações; e regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização de todas as instituições financeiras que operem no país.

Banco Central do Brasil

Também criado pela Lei nº 4.595/64, o BACEN é a autarquia federal pertencente ao sistema financeiro nacional cuja afetação é assegurar o equilíbrio monetário, devendo, para tal, zelar pela adequada liquidez da economia, manter as reservas internacionais em nível satisfatório, garantir a formação de poupança em níveis apropriados e prezar pela estabilidade e aperfeiçoamento do sistema como um todo. Ele tem a incumbência de executar e fiscalizar o cumprimento das normas expedidas pelo CMN, sendo por esse motivo considerado por muitos um órgão intermediário entre este e as instituições financeiras. É por meio do Banco Central que o Estado intervém diretamente no sistema financeiro e, indiretamente, na economia.

Algumas de suas mais relevantes atribuições são: emitir papel-moeda e moeda metálica, nas condições e limites autorizados pelo CMN; receber os recolhimentos compulsórios dos bancos comerciais e os depósitos voluntários das instituições financeiras e bancárias; realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras (de acordo com política econômica do governo ou como medida de socorro a problemas de liquidez); regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; efetuar compras e vendas de títulos públicos federais, em atendimento à política monetária; controlar o fluxo de capitais estrangeiros, garantido o

correto funcionamento do mercado cambial; exercer a fiscalização das instituições financeiras, podendo inclusive sancioná-las; e autorizar o funcionamento das instituições financeiras privadas a operarem no Brasil.

Para atender a essa e outras atribuições, o BACEN produz documentos destinados ao âmbito interno de seu funcionamento – Portarias, Avisos e Ordens de Serviço – e ao âmbito externo – Circulares, Cartas Circulares, Comunicados, Comunicados Conjuntos.

Comissão de Valores Mobiliários

A CVM é o órgão normativo do mercado de capitais e, criada pela já tão comentada Lei nº 6.385/76, é autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda. Tem as responsabilidades de disciplinar, fiscalizar e promover a expansão, o desenvolvimento e o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, tudo sob orientação do CMN. Entre suas maiores finalidades está a contribuição para a criação de estrutura jurídica favorável à capitalização das empresas por meio do mercado de capitais de risco, para o fortalecimento da empresa privada nacional e para a defesa do acionista e investidor.

A sua atuação é destinada a três grandes grupos: (i) as instituições de mercado: é papel da CVM disciplinar e fiscalizar a emissão e distribuição de valores mobiliários, as negociações e intermediações praticadas no mercado, o funcionamento e operações das Bolsas de Valores, a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários, os serviços de consultor e analista de valores e a auditoria de companhias abertas; (ii) as companhias abertas: essas empresas estão sujeitas à fiscalização da CVM no que concerne a emissões e distribuições de seus títulos no mercado, natureza das informações divulgadas, relatórios de sua administração e demonstrações financeiras, compra de ações emitidas pela própria companhia, conduta de seus administradores e acionistas controladores, e também aprovação de oferta pública de aquisição de ações que implique em alienação de controle acionário; (iii) os investidores: é de competência da Comissão estudar as denúncias e práticas que contrariem os interesses dos investidores, protegendo-os de emissores irregulares, de divulgações de informações imprecisas ou incorretas, e de atos ilegais de administradores e acionistas controladores, ou de administradores de carteiras de valores mobiliários.

Outras de suas atribuições que merecem destaque são: o estímulo à formação de poupança popular e sua aplicação em valores mobiliários; a coibição de modalidades de fraude ou manipulações destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preços dos valores mobiliários colocados à negociação; a garantia de acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido; administrar registros como os de emissores, de fundos de investimento, de auditores independentes, entre outros; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e, ainda, apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas adotadas por participantes do mercado, bem como aplicar-lhes as penalidades legalmente previstas. (Pinheiro, 2007, p. 48 – 52)

2.3.2. Subsistema operativo

Constituído pelas instituições financeiras públicas e privadas que atuam no mercado financeiro, o subsistema operativo conta com instituições bancárias e não bancárias, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, além de sistemas de liquidação e custódia. Vejamos.

Instituições financeiras

São consideradas instituições financeiras as pessoas jurídicas, públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, a intermediação ou a aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros²⁵. Prestam, portanto, serviços como: a transformação de ativos financeiros adquiridos por meio do mercado para compor seu próprio passivo; a troca de ativos financeiros em benefício de clientes; a assistência na criação de ativos financeiros de clientes e venda deles a outros participantes do mercado; proporcionar avisos de investimento a outros agentes; a administração de carteiras de outros participantes do mercado.

²⁵ Assim dispõe a redação do art. 17 da Lei nº 4.595/64: “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”

As instituições financeiras atuam no sistema, basicamente, de duas formas: (i) instituições financeiras intermediadoras – operam modificando a estrutura de ativos financeiros, arrecadando recursos mediante a oferta de diversos produtos financeiros que colocam à disposição dos investidores, em seguida emprestando os ditos recursos entre os demandantes de fundos; (ii) instituições financeiras mediadoras – realizam funções de comissionados, mediadores ou o que se chama de “market-maker”, sendo que as instituições comissionadas ou “brokers” atuam como agentes entre os compradores e vendedores de recursos, colocando-os em contato e cobrando comissão por isso, nunca tomando posição própria, mas tão somente casando dois interesses contrários e complementares entre si a um preço satisfatório para ambos; já as instituições financeiras mediadoras ou “dealers” assumem o papel de agente principal em uma transação de valores, atuando por própria conta e risco, tomando posições e fixando preços de ativos primários; as instituições financeiras “market-makers”, por sua vez, mantêm carteira própria de valores e fazem cotações contínuas no mercado de preços, avaliando oferta e demanda dos valores para os quais foram contratadas, se comprometendo então a comprar ou vender esses valores aos preços que publicam.

Aproveitando-se das modernas economias de escala, muitas instituições financeiras se consolidaram em conglomerados financeiros, onde servem como subsidiárias do grupo e, ao mesmo tempo, prestam serviços de sua especialidade aos seus clientes habituais. Dessa forma, os maiores conglomerados financeiros passaram a oferecer gama muitíssimo diversa de serviços financeiros, mediante atuação vasta, porém especializada.

Instituições financeiras bancárias

Um subtipo das instituições financeiras são aquelas dedicadas à atividade bancária, que aceitam fundos das unidades superavitárias e os concedem em crédito às deficitárias, mediante empréstimos e compras de títulos. Elas são caracterizadas pela captação de depósitos à vista e também pela faculdade de emissão de moeda escritural²⁶. Dentre as instituições bancárias, há diversas espécies que diferem entre si de acordo com os serviços prestados e o público atendido.

²⁶ A moeda escritural é aquela representada pelos depósitos existentes nos bancos ou instituições de créditos movimentáveis por meio de cheques e que se encontram à livre disposição de seus depositantes. Representa também

Os bancos comerciais, constituídos sob a forma de sociedades anônimas, correspondem à base do subsistema monetário, pois possuem a faculdade de criar, sob efeito multiplicador, a moeda escritural constituída pelos depósitos à vista que lhes são confiados. Prestam serviços de contas correntes e depósitos diversos, pagamento de cheques, transferência de fundos, ordem de pagamentos, cobranças, custódia e guarda de valores, aluguel de cofres e serviços de câmbio. Além disso, concedem créditos através de descontos de títulos, adiantamentos em conta corrente, adiantamentos sob garantia de mercadoria, adiantamentos sob caução de títulos de compra e venda, créditos mediante emissão de títulos, créditos rurais, créditos a curto prazo para operações de comércio exterior e créditos pessoais. Os bancos comerciais são as principais instituições financeiras destinadas ao financiamento de curto prazo para a indústria, o comércio e o público em geral.

Os bancos múltiplos, a seu turno, são aqueles dotados de licença para fornecer ampla gama de serviços bancários comerciais. Eles surgiram com a edição da Resolução do CMN nº 1.524/88 e da Circular do BACEN nº 1.364/88 com a finalidade de racionalizar a administração de serviços financeiros pelas instituições, permitindo-se que tais bancos operem, simultaneamente, carteiras de bancos comerciais; de investimentos; de créditos imobiliários; de créditos, financiamentos e investimentos; de arrendamentos mercantis e de desenvolvimento. A sua criação significou grande redução da burocracia envolvida nas operações financeiras por concentrar em uma única razão social diversas carteiras de atividades.

As caixas econômicas são instituições autônomas, reguladas por conselhos administrativos, que desempenham um papel na política creditícia do Governo Federal. Têm como maiores funções o estímulo à poupança popular, aplicando os depósitos à vista, os depósitos em cadernetas de poupanças e demais recursos em operações de crédito que visem à promoção social e ao bem-estar da população. A Caixa Econômica Federal (CEF), hoje um banco múltiplo, é responsável pela operacionalização das políticas do Governo Federal para habitação popular e saneamento básico, direcionando os recursos de cadernetas de poupança e depósitos judiciais para o financiamento de habitações por meio do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Ainda, enquanto gestora dos

uma fonte adicional de meios de pagamentos, permitindo a liquidação de transações sem a necessidade de utilização da moeda emitida pelo governo.

recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), os direciona para projetos de saneamento e infraestrutura urbana.

Constituídas sob a forma de sociedades limitadas, as cooperativas de crédito têm como fim maior o atendimento exclusivo de seus associados mediante: adesão voluntária de associados em número ilimitado; variação automática do capital social em função da administração de associados; acessibilidade às quotas de capital social somente a associados; e, ainda, singularidade de voto, qualquer que seja a participação do cooperado no capital. As cooperativas de economia e crédito mútuo são formadas, em regra, por pessoas físicas que exercem determinada profissão ou atividade comum ou que estejam vinculadas a certa entidade; já as cooperativas de crédito rural têm em seu quadro social pessoas físicas que, de forma efetiva e preponderante, desenvolvem, na área de atuação da cooperativa, atividades agrícolas, pecuárias ou extrativas.

Instituições financeiras não bancárias

São aquelas que operam com ativos financeiros não monetários, não lhes sendo permitida a emissão de moeda escritural, pela impossibilidade de captar depósitos à vista. Apesar de gerarem fundos de origem distinta dos depósitos, desempenham papel de relevo na intermediação financeira, inclusive na do mercado de capitais.

Os bancos de investimento têm como objetivo maior a prática de operações de participação ou de financiamento a médio e longo prazo, para suprimento oportuno e adequado de recursos necessários à formação de capital fixo ou de movimento de empresas do setor privado. Foi através da Lei nº 4.728/65 que foram assentadas as bases para a criação dessa espécie de banco, visando a geração de instituições financeiras mais poderosas e dotadas de mais recursos que as então existentes, operando com depósitos e empréstimos a prazos superiores a um ano. Suas principais operações envolvem o repasse de recursos de instituições financeiras oficiais; os repasses de empréstimos externos; o financiamento de capital fixo e de capital de movimento; a subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários (todas essas operações ativas); além dos depósitos a prazo fixo; os empréstimos externos; os depósitos de valores mobiliários em garantia e a emissão ou endosso de cédulas hipotecárias (operações passivas).

As sociedades de arrendamento mercantil, necessariamente constituídas sob a forma de sociedades anônimas, dedicam-se à atividade de “leasing” de bens e mercadorias: o contratante da operação adquire o direito de utilizar o bem, geralmente um equipamento, por prazo contratual determinado e, ao seu findar, pode optar por renovar a contratação, adquirir o bem mediante pagamento de seu valor residual ou devolvê-lo à empresa contratada. Trata-se de financiamento de médio a longo prazo, advindo o lucro da utilização do bem, e não da sua propriedade. Essas sociedades costumam captar recursos por meio de emissão de debêntures, títulos mobiliários que dão ao adquirente direito de crédito contra a companhia emissora, sendo garantidos, portanto, pelo patrimônio da empresa. O funcionamento das sociedades de arrendamento mercantil depende de autorização do Banco Central do Brasil.

Sob a mesma dependência está o funcionamento das sociedades de crédito, investimento e financiamento – sempre sociedades anônimas –, que têm por objetivo o financiamento ao consumo, captando recursos no mercado por meio da colocação de letras de câmbio junto ao público. Desse modo, suas principais áreas de atuação são o crédito direto aos consumidores e o crédito pessoal, financiando, portanto, bens e serviços.

As sociedades de crédito imobiliário (novamente, necessariamente sociedades anônimas) assumem a função de proporcionar apoio financeiro a operações imobiliárias relativas à compra e venda de imóveis, unidades habitacionais e terrenos loteados e construídos, operando com recursos originários da colocação de letras imobiliárias, de depósitos de poupança e de repasses da Caixa Econômica Federal. As associações de poupança e empréstimo, por sua vez, são sociedades civis restritas a determinadas regiões e sem fins lucrativos cujo papel é a captação de recursos a serem aplicados conforme as normas do Plano Nacional da Habitação, além da concessão de financiamento para aquisições e vendas imobiliárias.

Distribuidores de títulos e valores mobiliários

O sistema de distribuição de valores mobiliários tem como finalidade a viabilização prática da relação de troca de recursos entre investidores superavitários e empresas que deles precisam para a realização de seus projetos, abrangendo, portanto, as instituições que atuam na distribuição dos valores mobiliários emitidos pelas companhias, as sociedades que compram os valores em

circulação para então revendê-los, os administradores de carteira, os agentes autônomos que exercem atividades de mediação na negociação dos valores mobiliários, os investidores institucionais, os fundos de investimento, os clubes de investimento, os investidores estrangeiros, as bolsas de valores e de mercadorias e as entidades autorreguladoras.

As bolsas de valores são sociedades que historicamente surgiram como associações civis, sem fins lucrativos – estrutura que passou a se modificar com o acima mencionado processo de desmutualização, já praticado por boa parte das grandes bolsas de valores mundo afora. No Brasil, elas possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa, estando, porém, sujeitas à supervisão da CVM e às diretrizes ditadas pelo CMN. São considerados membros de uma bolsa as sociedades corretoras, de modo que a quantidade de títulos patrimoniais possuída por cada membro define a quantidade máxima de acessos ao sistema de negociação da bolsa. A venda dos títulos postos à negociação é feita através de leilão público, devendo o possível comprador apresentar sua intenção de compra no pregão.

A existência de bolsas de valores bem estruturadas e eficientemente operantes dá aos detentores de títulos patrimoniais e aos subscritores de novas emissões a certeza de liberação imediata do capital investido. É assim que surge o viés social da sua atuação: valendo-se da educação para a poupança e para o investimento, as bolsas contribuem para o processo de democratização do capital por permitir aos consumidores uma participação ativa no enriquecimento do país.

Assim, dentre as atividades primordiais das bolsas de valores determinadas pela Resolução CMN nº 2.690/00, se destacam: manter local adequado à realização, entre corretores, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercados livres, organizados e fiscalizados; organizar, administrar, controlar e aperfeiçoar o sistema e o mecanismo de registro e liquidação das operações realizadas; estabelecer sistema de negociação que propicie e assegure a continuidade das cotações e a plena liquidez do mercado mobiliário; fiscalizar o cumprimento, pelos seus membros e pelas sociedades emissoras de títulos e valores mobiliários, das disposições legais e regulamentares, estatutárias e regimentais que disciplinam as operações da bolsa, aplicando, inclusive, aos seus infratores as penalidades cabíveis; dar ampla e rápida divulgação às operações efetuadas em seu pregão; assegurar aos investidores completa garantia pelos títulos e

valores por eles negociados e; ainda, preservar padrões éticos de negociação, estabelecendo normas de comportamento para as sociedades membros e para as companhias abertas e demais emissores de títulos e/ou valores mobiliários, fiscalizando também sua observância.

As bolsas de mercadorias, por sua vez, correspondem à reunião coletiva de agentes econômicos interessados no mercado de produtos das indústrias agrícolas ou manufatureiras suscetíveis de negociação. Uma das maiores peculiaridades desse mercado é que apenas 2% das operações são liquidadas através da entrega efetiva do bem negociado, de modo que não costuma haver a concretização física da transação, mas sim a concretização financeira, em que se compram e vendem mercadorias e ativos financeiros apenas no papel. Os produtos mais comercializados nessas bolsas, hoje em dia, são ouro, dólar, café, algodão e gado.

No pregão dessas bolsas, os negócios são realizados por intermédio de corretores de mercadorias e todas as operações estão vinculadas a um contrato cujo valor é reajustado diariamente pela Câmara de Compensação em função da variação dos seus valores de referência, razão pela qual, para entrar no mercado, os aplicadores têm de fazer depósitos prévios como garantia (margem inicial). As operações efetuadas nas bolsas de mercadorias são então inscritas em quadro especial, exposto ao público, com a designação da mercadoria, do preço e do prazo da transação. O resultado das cotações é publicado em imprensa especializada. (Pinheiro, 2007, p. 53 – 61)

Os administradores de carteira são pessoas físicas ou jurídicas, credenciadas junto à CVM, cuja atividade é administrar recursos de terceiros. Seguindo tendência internacional, a Resolução CMN nº 2.451/97 e a Instrução CVM nº 306/99 determinaram que as instituições financeiras devem segregar a administração de recursos de terceiros das demais atividades²⁷, constituindo-se divisão

²⁷ Da seguinte dispõem o art. 1º da Resolução CMN nº 2.451/97 e o art. 15 da Instrução CVM nº 306/99, respectivamente: “Art. 1º Estabelecer a obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Parágrafo único. A segregação de atividades referida neste artigo pode ser promovida mediante a contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros.” e “Art. 15 - Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando: I. a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa; II. a preservação de informações confidenciais por todos os seus administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas

com diretoria própria ou então contratando-se administradora de recursos independente. (Casagrande Neto, Sousa & Rossi, 2010, p. 18)

Os agentes autônomos são as pessoas naturais ou jurídicas uniprofissionais que têm como atividades a distribuição e mediação de títulos, valores mobiliários, cotas de fundos de investimento e derivativos, sempre sob a responsabilidade e como prepostos das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários²⁸. O seu credenciamento é realizado junto a bancos múltiplos, de investimento e corretoras e distribuidoras de valores e mercadorias. Para que possam exercer a sua atividade de distribuição e mediação, eles ficam sujeitos a registro e à fiscalização próxima e rígida da CVM, devendo, por exemplo, obter a sua autorização para atuação, bem como exame de certificação específico organizado por entidade determinada pela Comissão.

As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários têm como principal função promover a aproximação entre compradores e vendedores de valores mobiliários, garantindo a negociabilidade adequada dos títulos, por meio de leilões realizados em bolsas de valores e de mercadorias. Enquanto a sua constituição precisa de autorização do BACEN, o seu funcionamento depende de chancela da CVM. As atividades básicas desenvolvidas pelas sociedades corretoras

não habilitadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente, em processo de decisão de investimento, próprio ou de terceiros; III. a implantação e manutenção de programa de treinamento de administradores, colaboradores e funcionários que tenham acesso a informações confidenciais e/ou participem de processo de decisão de investimento; IV. o acesso restrito a arquivos, bem como à adoção de controles que restrinjam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais; e V. o estabelecimento de políticas relacionadas à compra e venda de valores mobiliários por parte de funcionários, diretores e administradores da entidade. Parágrafo único. Se a segregação de que trata este artigo for promovida mediante a contratação de administrador de carteira de valores mobiliários, devidamente credenciado junto à CVM, para gerir todas as carteiras de valores mobiliários administradas pela instituição, não há necessidade de designação de diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente da instituição administradora para responder exclusivamente pela gestão e supervisão dos mencionados recursos, podendo a referida designação recair sobre diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente que possua vínculo com outras atividades desde que não as de administração dos recursos da própria instituição, devendo o mesmo também ser devidamente credenciado junto à CVM como administrador de carteira de valores mobiliários."

²⁸ Assim dispõem o art. 1º da Resolução CMN nº 2.838/01 e o art. 2º da Instrução CVM nº 355/01, respectivamente: "Art. 1º Estabelecer que agente autônomo de investimento e a pessoa natural ou jurídica uniprofissional, que tenha como atividade a distribuição e mediação de títulos, valores mobiliários, quotas de fundos de investimento e derivativos, sempre sob a responsabilidade e como preposto das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários de que trata o art. 15 da Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976." e "Art. 2º - O agente autônomo de investimento é a pessoa natural ou jurídica uniprofissional, que tenha como atividade a distribuição e a mediação de títulos e valores mobiliários, quotas de fundos de investimento e derivativos, sempre sob a responsabilidade e como preposto das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários."

são: a custódia de títulos; a administração de carteiras; a operação de fundos de investimento e de fundos mútuos; o intermédio de operações de câmbio de moedas; a assessoria em operações no mercado de capitais; a comunicação e processamento de dados relativos aos valores mobiliários; a gerência de clubes de investimento e; por fim, a atividade de “underwriting” (efetuar lançamentos públicos de ações de companhias emissoras, captando recursos publicamente – ver nota de rodapé nº 3).

As sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, a seu turno, atuam no mercado de valores mobiliários exercendo muitas atividades comuns às das sociedades corretoras, porém com faixa operacional mais restrita. As distribuidoras não podem liquidar operações nos pregões das bolsas de valores e de mercadorias, aos quais, para ter acesso, valem-se das corretoras como intermediárias. Suas atividades básicas constituem na subscrição isolada ou em consórcio da emissão de títulos e valores mobiliários para fins de revenda; na intermediação da colocação de emissão de capital no mercado; na administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários e na instituição, organização e administração de fundos mútuos e clubes de investimento. (Pinheiro, 2007, p. 60 – 62)

Os investidores institucionais representam aplicações coletivas de poupança voluntária ou compulsória, administrados por terceiros ou não. São figuras de grande importância para o mercado de valores mobiliários por garantirem fluxo de recursos razoavelmente constante, até porque boa parte deles possui objetivos de longo prazo, o que traz boa dose de estabilidade ao sistema. Os principais investidores dessa espécie são os fundos de pensão, os fundos de aposentadoria, as sociedades seguradoras e de capitalização, bem como os fundos de investimento.

Os referidos fundos de investimento constituem comunhão de recursos de terceiros administrados profissionalmente por instituição credenciada na CVM. Os fundos são organizados sob a forma de condomínios nos quais os quotistas possuem os mesmos objetivos de investimento e usufruem do mesmo tratamento. Nos fundos constituídos sob a forma de condomínios abertos, os quotistas podem solicitar o resgate de suas quotas a qualquer tempo, já nos condomínios fechados, as quotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo. Essa e outras características essenciais dos fundos são registradas no regulamento respectivo. Ao associar

diversos investidores individuais, o fundo consegue captar mais dinheiro e diversificar suas aplicações, diminuindo a exposição de sua carteira ao risco de mercado, bem como negociando taxas mais vantajosas em suas operações. Além disso, o seu gerenciamento profissional, mais técnico e capacitado permite a utilização de instrumentos mais sofisticados de gestão e, ainda, estando submetido à fiscalização da CVM – órgão regulador – e da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) – entidade de autorregulação.

Subdividem-se basicamente em fundos de investimento de curto prazo, referenciados (identificam em sua denominação o indicador de desempenho ao qual sua carteira está atrelada), de renda fixa, de ações (no mínimo 67% do patrimônio do fundo tem de ser investido em ações negociadas em bolsa ou mercado de balcão organizado), cambial (ao menos 80% do patrimônio do fundo deve ser investido em ativos relacionados à variação de preço de uma moeda estrangeira ou a uma taxa de juros), dívida externa e multimercado (suas políticas de investimento envolvem vários fatores de risco). Há também os fundos de regulamentação específica, constituídos como condomínios fechados, como o fundo de investimento em empresas emergentes, o fundo de investimento imobiliário, o fundo de investimento em participações e o fundo de investimentos em diretos creditórios.

Já os clubes de investimento, apesar de não constituírem investidores institucionais, são uma forma de investimento coletivo. Tratam-se de condomínios, propriedades conjuntas de pessoas físicas a aplicarem seus recursos em títulos e valores mobiliários emitidos por companhias, bancos ou pelo governo. Bem como os o fundos de investimento, os clubes têm personalidade jurídica própria, o que representa maior segurança ao investidor quanto à segregação do patrimônio do condomínio em relação ao da instituição administradora. O seu diferencial em relação aos fundos reside na possibilidade de seus membros participarem da gestão da carteira do clube, sob a supervisão profissional da sociedade corretora, que deve também manter controle das operações do clube, da composição da carteira de acordo com as normas aplicáveis, da custódia dos ativos e da posição individual de seus membros.

Quanto aos investidores estrangeiros, a sua participação no mercado de capitais brasileiro dá-se através dos mecanismos disciplinados pela Resolução CMN nº 2.689/00, de acordo com a qual podem investir no Brasil tanto investidores institucionais quanto individuais estrangeiros, bem

com podem investir nos mesmos produtos disponíveis para os aplicadores locais. Ainda assim, segundo a norma, o investidor não residente, para que possa fazer aplicações no país, deve nomear um representante local responsável pela prestação de informações e registros junto ao BACEN e à CVM e, quanto à tributação de seu investimento, depende de regulamentação tributária específica do país de procedência dos recursos.

No que tange, finalmente, às entidades autorreguladoras do mercado de capitais, elas se subdividem em duas espécies: as quem possuem mandato legal – com base na Lei nº 6.385/76²⁹ e na Instrução CVM nº 461/07 (ver “Capítulo IV – Auto-regulação dos Mercados Organizados de Valores Mobiliários”), caracterizadas como órgãos auxiliares da CVM na supervisão dos mercados, destacam-se a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM) e a CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (CETIP) – e as de regulação voluntária – nessas, a principal entidade é a acima mencionada Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, ANBIMA.

A BSM é instituição sem fins lucrativos, criada pela bolsa BM&FBOVESPA, mas gerida de modo independente, dotada de corpo técnico e orçamento próprios, bem como de conselho de supervisão composto em sua maioria por membros independentes. A entidade surgiu destinada a fiscalizar e supervisionar os participantes do mercado e a própria bolsa, identificar violações a regras ou condições anormais que possam pôr em risco o bom funcionamento do mercado, instaurar e conduzir processos administrativos disciplinares, penalizar atos faltosos, administrar mecanismo próprio de ressarcimento de prejuízos, e, ainda, supervisionar negociações de ações da própria BM&FBOVESPA a fim de evitar potenciais conflitos de interesses derivados de sua autolistagem. Já a CETIP desenvolve a atividade de autorregulação através de estrutura interna, ainda assim independente e como autonomia de gestão, formada por um Conselho, uma Diretoria e um Departamento próprios. Ela é então responsável pela fiscalização e supervisão das operações por ela custodiadas, registradas e/ou liquidadas.

²⁹ Assim estabelece o art. 17 da Lei nº 6.385/76: “Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. § 1o **Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe,**

A ANBIMA, por sua vez, adotando regulação voluntária, estabelece regras para seus associados, dispondo de estrutura própria para supervisionar e fazer cumprir suas normas expressas em códigos de melhores práticas aplicáveis às atividades de ofertas públicas, fundos de investimento, custódia e serviços qualificados, “private banking”, dentre outras. Ela dispõe ainda de estrutura para imposição de punições aos membros infratores, tarefa que é exercida por um conselho, cuja maioria é de membros independentes. Adicionalmente, é responsável pela certificação de seus participantes e dos funcionários respectivos, além de operar convênio com a CVM para pré-análise de ofertas, trocas de informações e aproveitamento de penalidades. (Casagrande Neto, Sousa & Rossi, 2010, p. 19 – 23)

Sistemas de liquidação e custódia

Foi apenas em 1998 que o serviço de custódia fungível de títulos e valores mobiliários deixou de ser prestado diretamente pela BOVESPA e passou formalmente às atribuições da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). A CBLC é responsável pela compensação e liquidação de operações feitas nos mercados à vista, a termo e de opções da BM&FBOVESPA, atividades essas desempenhadas por agentes de compensação.

À medida que os títulos são entregues, mediante instruções de agentes de custódia e usuários do sistema, o serviço de custódia fungível os transfere da conta do titular vendedor para a conta do titular comprador. Os pagamentos são realizados por meio da CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos, antiga Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos, que opera em todo país por intermédio de uma rede própria de comunicação eletrônica, conectando assim quase todas as instituições financeiras brasileiras. A CBLC e a CETIP possuem um acordo que permite a viabilização dos pagamentos relativos às operações da primeira. O uso de sistemas automatizados trouxe uma série de vantagens para o serviço de custódia fungível prestado pela CBLC, uma vez que as mudanças promovidas ampliaram a agilidade na transmissão de informações entre os agentes de custódia, os usuários e o serviço em si, possibilitando a racionalização de diversos procedimentos e intensificando a segurança na movimentação dos

como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.” (grifo nosso).

títulos. Graças a essa tecnologia, os acionistas hoje podem obter informações relativas aos saldos das contas de custódia em tempo real.

A CETIP corresponde, então, ao local em que se custodiam, registram e liquidam financeiramente as operações feitas com papéis privados e títulos públicos. Trata-se, desde 2008 – quando realizou a sua desmutualização – de sociedade anônima de capital aberto (até então era associação civil sem fins lucrativos), cujo objetivo é ser central de custódia e liquidação de títulos. Os títulos nela registrados não necessitam de emissão física de cautelas, já que são eletronicamente controlados pelos sistemas pertinentes a cada tipo de ativo. Isso proporciona significativa redução de custos para os emissores, além de maior segurança e garantia aos investidores. A negociação do sistema é operacionalizada por meio de uma rede de terminais de computadores, o que permite rapidez e agilidade às operações. Para a liquidação, todos os participantes credenciados na CETIP devem indicar um banco responsável por liquidar as suas operações, de modo que, ao final de cada dia, o resultado financeiro total é informado aos bancos liquidantes para que sejam processados então os débitos e créditos.

O Sistema Especial de Liquidação e Custódia, muito mais conhecido por sua sigla SELIC, é o sistema para liquidação e custódia de títulos destinado a compensar de forma automática as compras e vendas realizadas por todas as empresas financeiras habilitadas a negociar títulos públicos. Ao sistema do SELIC só têm acesso as instituições credenciadas no mercado financeiro, como os bancos comerciais, os bancos de investimento e as corretoras. Por meio do SELIC, a negociação de títulos (apenas títulos públicos federais, emitidos pelo Tesouro Nacional ou pela BACEN, e títulos estaduais e municipais) tem liquidação imediata.

Com o SELIC, a emissão física de títulos deixou de existir, sendo o registro de débitos e crédito relativos aos títulos exclusivamente escritural. O sistema, inédito no mundo, garante segurança absoluta às informações por ele veiculadas, informações essas relativas à movimentação financeira das instituições cadastradas, à posição dos títulos negociados e às operações compromissadas. (Pinheiro, 2007, p. 62 – 66)

3. BM&FBOVESPA: um centro financeiro regional para a América Latina

Foi em 2008, em meio ao contexto de recente junção da BOVESPA com a BM&F, de elevação da nota soberana brasileira pela agência “Standard & Poor's”, concedendo ao país o selo de investimento seguro, que se aprofundaram os estudos para fazer da BM&FBOVESPA uma instituição de atuação internacional voltada para a América Latina. *"Temos um papel a cumprir no cenário internacional"* – já anunciava Gilberto Mifano, o então recém-nomeado Presidente do Conselho de Administração da Nova Bolsa, em palestra a profissionais de mercado (realizada em 03/06/2008). Salientando que *"Com a fusão da BOVESPA com a BM&F, nós nos tornamos uma das maiores bolsas do mundo, viramos um player global"*, Mifano confirmou que, já à época, uma integração dos mercados na América Latina fazia parte da estratégia de desenvolvimento e crescimento da recém surgida BM&FBOVESPA. (Alves, 2008)

O estudo dos primeiros movimentos nesse sentido nos relevam que a iniciativa de integração é, em verdade, bastante antiga, ainda que se concentrem na história recente as principais medidas já adotadas com esse fim. Além disso, os patamares hoje alcançados pelo mercado de capitais doméstico, bem como a análise da conjuntura político-econômica do cenário internacional em que se insere a nossa economia, nos fazem perceber como muitíssimo propício o atual momento para a afirmação do Brasil enquanto centro financeiro da região.

3.1. O mercado regional

3.1.1. Histórico da BM&FBOVESPA³⁰

No século XVIII, as bolsas de valores passaram por um processo de incrível desenvolvimento a partir do qual passaram a adotar estruturas razoavelmente modernas, movimento em boa parte decorrente das exigências de crédito público que forçaram os banqueiros a fracionar os empréstimos em títulos de participação, bem como decorrente da expansão das sociedades por

³⁰ Para visualização resumida e esquematizada da história da evolução da BM&FBOVESPA, acessar a apresentação disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/sobre-a-bolsa/historia/historia.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em 20 out. 2011.

ações, o que obrigou as bolsas a assumirem papel essencial na intermediação entre oferta e procura por capitais. No século seguinte, as bolsas começaram a realizar operações a futuro com mercadorias e, finalmente, no século XX, foram desenvolvidas operações com opções e a futuro com ativos financeiros – conjunto que passou a ser chamado de mercado de derivativos (ativos cujos preços derivam de outros ativos), passando então a movimentar quantias expressivamente superiores às dos tradicionais mercados à vista.

No Brasil, frisa-se que o desenvolvimento das bolsas está estritamente relacionado à reestruturação econômica verificada na primeira metade do século XIX. A regulamentação da atividade desempenhada pelo corretor, por exemplo, se deu em 1845, através do Decreto nº 417, e se seguiu com o Decreto nº 648, de 1849. A cotação de títulos foi normatizada pelo Decreto nº 6.132, de 1876 e, no ano seguinte, verificou-se a regulamentação do pregão da bolsa de valores através do Decreto nº 6.635. O reflexo de toda essa iniciativa normativa veio logo: já em 1878, o ganho de credibilidade do mercado provocou um aumento muitíssimo expressivo no volume de transações e na quantidade de companhias com títulos negociados na bolsa.

Em março de 1897, foi expedido o Decreto nº 2.475, que veio a se tornar a espinha dorsal da legislação brasileira sobre bolsas e corretoras. Uma curiosidade referente a todos os diplomas legais citados diz respeito à sua abrangência específica: eles regulavam apenas as bolsas e corretoras do Rio de Janeiro, à época Distrito Federal do país, omitindo-se quanto a todos os demais estados. Em 1890, no entanto, um grupo de empresários paulistanos conseguiu fazer oficializar a criação da Bolsa Livre de Valores, considerada o embrião da BOVESPA. Não muito depois, em 1895, foi fundada a Bolsa Oficial de Títulos de São Paulo, então instituída pelo Governo Estadual.

Apenas em 1934, as atividades das bolsas e corretoras dos demais estados foram regulamentadas, tendo a normativa se aprofundado com o Decreto-lei nº 1.344 de 1939, norma destinada a todas as instituições bolsistas do país, que, ainda assim, seguiam sendo entidades públicas com ingerência direta dos governos estaduais em suas administrações. A partir das reformas normativas de 1964 a 1967, que institucionalizaram o Sistema Financeiro Nacional, a disciplina federal das bolsas de valores adotou um modelo que se baseava na existência de nove bolsas espalhadas pelo país, destinadas, em tese, a disseminar o mercado de ações a partir de

bases regionais. Na prática, contudo, essa disseminação não se concretizou, tendo as bolsas de Rio de Janeiro e São Paulo polarizado o mercado ao longo das décadas de 1970 e 80.

Por iniciativa da BOVESPA, em 1985, foi fundada a Bolsa Mercantil e de Futuros, que começou a operar no ano seguinte, dedicando-se à negociação de derivativos sobre índices de ações, ouro, taxa de juros e câmbio. Em 1991, ela incorporou a tradicional Bolsa de Mercadorias de São Paulo, fundada em 1917, que negociava mercadorias agrícolas e seus derivativos, passando o conjunto então a assumir a denominação de Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F).

Em decorrência da atuação concentrada da BOVESPA, foi firmado no ano 2000 um acordo de integração das bolsas de valores de São Paulo e Rio de Janeiro, pelo qual o pregão paulista passava a realizar negócios com ações e o fluminense, a realizar negócios secundários com títulos públicos, movimento que atribuiu competitividade internacional ao mercado de bolsas brasileiro. Ainda em 2000, a edição de Resolução CMN nº 2.690 reformulou e consolidou a regulamentação das bolsas, incluindo, por exemplo, a possibilidade de elas se constituírem sob a forma de sociedades anônimas, seguindo a tendência global de desmutualização.

Nos anos seguintes, tanto a BOVESPA como a BM&F incorporaram e desenvolveram consideráveis avanços financeiros e tecnológicos, dentre os quais se destacam o “home broker” (sistema que permite ao investidor, por meio de “sites” de corretoras, transmitir ordens de compra e venda diretamente ao sistema de negociação da BOVESPA, o que propiciou o incremento da participação do pequeno e médio investidor no mercado), o lançamento de três novos segmentos diferenciados de listagem – Nível, Nível 2 e Novo Mercado da BOVESPA – e o “Webtrade” (plataforma disponibilizada pela BM&F para a negociação de pequenos contratos derivativos via internet). Além disso, em 1997, a BM&F incorporou a Bolsa Brasileira de Futuros, atuante no Rio de Janeiro e, em 2002, adquiriu participação majoritária na Bolsa de Valores do mesmo estado e lançou a Bolsa Brasileira de Mercadorias, reunindo várias bolsas de mercadorias regionais no intuito de formar um grande mercado nacional de commodities agropecuárias. A Bolsa de Mercadorias e Futuros desenvolveu, ainda, relevante estrutura de câmaras especializadas em registro, compensação e liquidação de títulos, além de ter criado o Banco BM&F de Serviços de Liquidação e Custódia.

Em 2007, BOVESPA e BM&F passaram por processos de desmutualização e abertura de capital (passando então às denominações de BOVESPA Holding S.A. e BM&F S.A., respectivamente), a partir do que o direito de acesso à intermediação de operações em bolsa ficou dissociado do direito à propriedade da bolsa, que deixou de ser exclusiva das corretoras e passou a ser compartilhada por milhares de investidores, não necessariamente interessados na atividade de intermediação, mas estritamente acionistas em muitas das vezes – isso porque elas não deixaram apenas de serem entidades sem fins lucrativos, mas tornaram-se também companhias abertas com ações listadas na BOVESPA. A Instrução CVM nº 461/07 foi então editada para fins de delimitação do novo arcabouço normativo em que passaram a se inserir as bolsas e balcões organizados. Os processos permitiram às bolsas obter recursos para fazer frente aos pesados investimentos exigidos pela globalização financeira, tornando viável o aperfeiçoamento de suas estruturas e a continuidade do movimento de consolidação regional. Por outro lado, há quem aponte como um prejuízo da mudança em questão o fato de que o direito de acesso foi ampliado para quaisquer instituições participantes do mercado que atendessem às condições de entrada estabelecidas pelas respectivas bolsas e que pagassem pelo uso das facilidades oferecidas.

Finalmente, em 2008, visando ao fortalecimento da competitividade do mercado acionário brasileiro, as duas bolsas se fundiram, formando a Nova Bolsa BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, que já surgiu como uma das maiores do mundo em valor de mercado, a segunda maior das Américas e a líder no continente latino-americano. Os objetivos almejados com essa fusão foram elevar a escala das operações praticadas e oferecer aos investidores e clientes soluções tecnológicas avançadas e integradas nos mercados à vista e de derivativos. Outra vantagem significativa decorrente da união reside no fato de que os mercados de renda variável e de derivativos financeiros tendem a ser complementares entre si no que respeita ao aspecto cíclico e, ainda, usam plataformas comuns, tornando-se bastante eficaz a administração conjunta de seus riscos. (Casagrande Neto, Sousa & Rossi, 2010, p. 8 – 12)

A prova do sucesso da fusão que deu origem à BM&FBOVESPA está nos ótimos resultados alcançados pela entidade em nível mundial: em maio de 2008, pouco após a referida junção, ela alcançou a posição de terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, subindo, em setembro de 2010, para a segunda posição, também em valor de mercado, alcançando a marca de R\$ 30,4

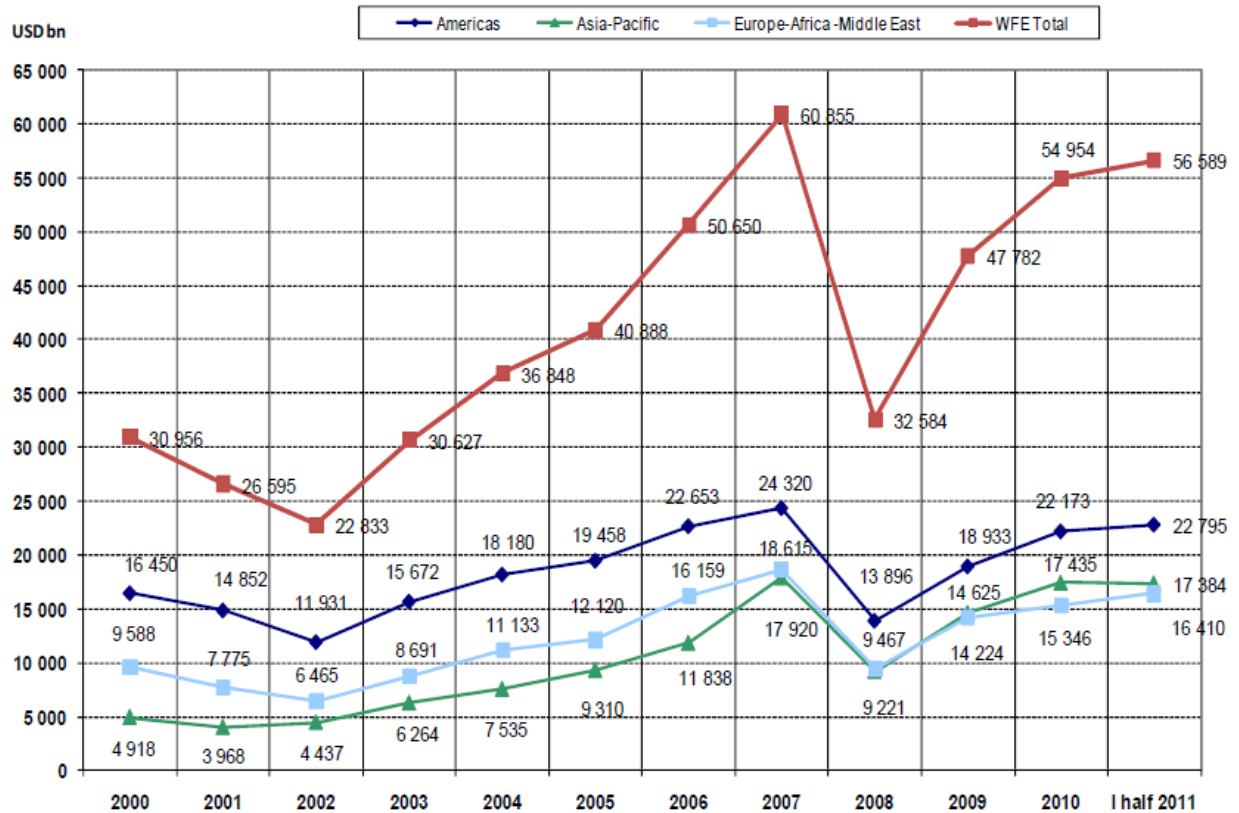
bilhões, à época, US\$ 17,7 bilhões. A projeção e o nível de importância interna que alcançou a bolsa – única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil – parecem também inegáveis, assumindo ela o papel de ator principal, desde então, do desenvolvimento do mercado de capitais doméstico.

3.1.2. Patamares atuais: um “player” de expressividade internacional

Como visto mais detidamente no Capítulo 1.2. do presente trabalho, o mercado de capitais internacionalizado experimentou um crescimento bastante significativo na primeira década do século XXI, movimento bruscamente interrompido em 2008, quando a crise financeira iniciada nos Estados Unidos se espalhou por mercados de todo o mundo. O estudo divulgado em 18.07.2011 pela Federação Mundial das Bolsas, “World Federation of Exchanges” (WFE), – “Market highlights for first half-year 2011” – revela que o mercado de ações internacional, medido pelo valor de mercado³¹ do conjunto de companhias listadas, era da ordem de US\$ 30 trilhões em 2000, ultrapassou US\$ 60 trilhões em 2007 e caiu pela metade em 2008, começando recuperação acelerada em 2009, recuperação essa que alcançou seu auge na primeira metade de 2011, chegando ao valor de US\$ 56 trilhões. Segue abaixo quadro ilustrativo desses dados.

³¹ O “market capitalization”, ou valor de mercado, ou ainda capitalização bursátil, corresponde ao valor do somatório das ações da companhia avaliadas pelas respectivas cotações em bolsa.

◆ Evolution of domestic equity market capitalization by time zones in USD since 2000



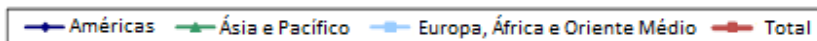
Fonte: “Market highlights for first half-year 2011” – Relatório de destaques do mercado de capitais relativo ao primeiro semestre de 2011, produzido pela “World Federation of Exchanges”, disponível em <<http://www.world-exchanges.org/statistics>>

Traduções da legenda:

“Evolution of domestic equity market capitalization by time zones in USD since 2000”: Evolução dos valores de mercados domésticos por zonas, em dólares norte-americanos, desde 2000

“USD bn”: bilhões de dólares norte-americanos

“I half 2011”: primeiro semestre de 2011



O agravamento da situação de crise econômica na zona do euro tem aumentado a percepção de risco pelos agentes financeiros e afetado negativamente o mercado de capitais no curto prazo. Para o médio e o longo prazo, contudo, os analistas reconhecem que, para além da recuperação das principais bolsas de valores do mundo, a tendência do crescimento daquelas

situadas nos mercados emergentes dos “BRICs countries”³² é irreversível. Nesse contexto, tudo indica que a BM&FBOVESPA deve continuar a se valorizar.

O patamar ocupado pela BM&FBOVESPA, nesse cenário internacional, é de bastante destaque: ainda de acordo com o mais recente estudo divulgado pela WFE, a bolsa brasileira está dentre as dez maiores do mundo em termos de valor de mercado das ações das companhias por ela listadas, conforme tabela abaixo que revela, ainda, significativo aumento nesse valor em meio ao período considerado (junho de 2010 a junho de 2011).

10 MAIORES BOLSAS DE VALORES EM VALOR DE MERCADO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2011					
	Bolsa de Valores	Bilhões de dólares		% variação a partir de junho de 2010 (em dólares)	% variação a partir de junho de 2010 (em moeda local)
		Final de junho de 2011	Final de junho de 2010		
1	NYSE Euronext	13.791	11.793	16.9%	16.9%
2	NASDAQ OMX	4.068	3.165	28.5%	28.5%
3	London Stock Exchange Group	3.849	2.888	33.3%	12.6%
4	Tokyo Stock Exchange Group	3.655	3.277	11.5%	1.8%
5	NYSE Euronext	3.248	2.295	41.5%	19.6%
6	Shanghai Stock Exchange	2.804	2.051	36.7%	30.3%
7	Hong Kong Exchanges	2.712	2.200	23.3%	23.2%
8	TMX Group	2.231	1.635	36.5%	23.9%
9	Deutsche Börse	1.622	1.106	46.6%	23.9%
10	BM&FBOVESPA	1.553	1.151	34.9%	16.9%

³² A noção de “BRICs countries” foi formulada pelo economista-chefe da “Goldman Sachs”, Jim O’Neil (em estudo de 2001, intitulado “Building Better Global Economic BRICs”). Em 2006, o conceito deu origem a um agrupamento propriamente dito, reunindo as economias do Brasil, Rússia, Índia e China. Em 2011, a África do Sul passou a fazer parte do grupo, que então adotou a sigla BRICS (antes BRIC). Até 2006, os BRICs não possuíam um mecanismo que permitisse qualquer articulação entre eles, o conceito simplesmente expressava a existência de quatro países que mantinham características individuais que lhes permitiam ser considerados, em conjunto, nações de destaque no cenário mundial pelo rápido crescimento de suas economias em desenvolvimento. Isso mudou a partir da Reunião de Chanceleres dos quatro países organizada à margem da 61ª Assembléia Geral das Nações Unidas, em setembro de 2006. Foi esse o primeiro passo para que Brasil, Rússia, Índia e China comesçassem a trabalhar coletivamente. Ainda hoje, enquanto agrupamento, o BRICS tem caráter informal, não possuindo documento constitutivo, secretariado fixo ou fundos destinados a financiar atividades específicas. Em última análise, o que sustenta o mecanismo é a vontade política de seus membros, tratando-se de grupo político de cooperação. Ainda assim, o BRICS tem um grau de institucionalização que vem se definindo gradualmente, à medida que os cinco países intensificam sua interação. Entre 2003 e 2007, o crescimento dos quatro países representou 65% da expansão do PIB mundial. Em paridade de poder de compra, o PIB dos BRICS (já incluindo a África do Sul) supera hoje o dos EUA e o da União Européia. Em 2010, o PIB conjunto dos cinco países totalizou US\$ 11 trilhões, fatia equivalente a 18% da economia mundial. (Ministério das Relações Exteriores, 2011)

Fonte: “Market highlights for first half-year 2011” – Relatório de destaques do mercado de capitais relativo ao primeiro semestre de 2011, produzido pela “World Federation of Exchanges”, disponível em <<http://www.world-exchanges.org/statistics>>

Além dos números absolutos alcançados, o crescimento recente que vem experimentando a BM&FBOVESPA é um dado de destaque no contexto internacional: em termos de fluxos de investimento gerados no período de janeiro a junho de 2011, por exemplo, ela ocupa o quarto lugar entre as bolsas mundiais (foi, no entanto, a terceira que mais cresceu quando em comparação com o mesmo período do ano de 2010). Também no mercado de derivativos, seu papel é de grande relevo, tendo conquistado, no primeiro semestre de 2010, a primeira posição dentre as bolsas de valores em número de contratos de opções negociados – marca mantida nessa primeira metade de 2011. As ilustrações desses dados encontram-se nas tabelas abaixo.

10 MAIORES BOLSAS DE VALORES EM FLUXOS DE INVESTIMENTO NOS PRIMEIROS SEMESTRES DE 2010 E DE 2011

	Bolsa de Valores	Primeiro semestre de 2011 (em US dólares)	Primeiro semestre de 2010 (em US dólares)	Variação percentual
1	NYSE Euronext	82.3	52.7	56%
2	Shenzhen Stock Exchange	39.7	28.3	40%
3	Hong Kong Exchanges	38.6	21.6	79%
4	BM&FBOVESPA	32.9	14.0	135%
5	Shanghai Stock Exchange	27.1	23.7	14%
6	BME Spanish Exchanges	26.1	9.6	172%
7	Australian Securities Exchange	25.6	15.7	63%
8	Tokyo Stock Exchange	10.4	26.9	-61%
9	National Stock Exchange India	9.7	16.8	-42%
10	Johannesburg Stock Exchange	7.9	2.7	193%

Fonte: “Market highlights for first half-year 2011” – Relatório de destaques do mercado de capitais relativo ao primeiro semestre de 2011, produzido pela “World Federation of Exchanges”, disponível em <<http://www.world-exchanges.org/statistics>>

10 MAIORES BOLSAS DE VALORES EM NÚMERO DE CONTRATOS DE OPÇÕES NEGOCIADOS NOS PRIMEIROS SEMESTRES DE 2010 E DE 2011

	Bolsa de Valores	Nº de contratos negociados no primeiro semestre de 2011	Nº de contratos negociados no primeiro semestre de 2010	Variação percentual
1	BM&FBOVESPA	392.627.912	424.157.178	-7.43%
2	NASDAQ OMX	382.247.493	288.561.339	32.47%
3	NYSE Euronext	318.946.827	313.882.984	1.61%

4	Chicago Board Options Exchange	283.415.271	308.629.029	-8.17%
5	International Securities Exchange	225.620.595	260.368.432	-13.35%
6	EUREX	150.477.581	143.320.872	4.99%
7	NYSE.Liffe Europe	78.965.239	116.245.645	-32.07%
8	Hong Kong Exchanges	34.347.079	26.768.801	28.31%
9	ASX Derivatives Trading	31.267.063	8.219.246	280.41%
10	Buenos Aires SE	21.000.201	14.135.699	48.56%
	Outras	68.652.205	65.365.538	5.03%
	TOTAL	1.987.567.466	1.969.654.763	0.91%
<p>Fonte: "Market highlights for first half-year 2011" – Relatório de destaques do mercado de capitais relativo ao primeiro semestre de 2011, produzido pela "World Federation of Exchanges", disponível em <http://www.world-exchanges.org/statistics></p>				

Tamanha expressividade, especialmente no que se refere aos fluxos de investimentos, revela a alta de recursos direcionados para as ofertas públicas do mercado de capitais brasileiro, o que passou a significar importante contribuição para o financiamento da economia como um todo – o total de ofertas públicas primárias, no período de 2005 a 2009, correspondeu, em média, a 25% da formação bruta de capital fixo nacional. O crescimento deveu-se inicialmente às numerosas emissões de instrumentos de renda fixa, destacando-se, entre elas, as operações das sociedades de arrendamento mercantil e as securitizações de recebíveis.

A partir de 2004, então, iniciou-se um grande movimento de abertura de capital e lançamento de ações em setores diferenciados, como agronegócio, concessões rodoviárias, educação, imobiliário, saúde, seguros e tecnologias variadas. Os fatores que levaram à entrada de novas companhias no mercado podem assim ser resumidos: (i) a forte demanda dos investidores nacionais e estrangeiros por oferta de investimentos, dada à alta liquidez internacional, a redução da taxa de juros nacional e a solidificação das bases econômicas brasileiras; (ii) o alinhamento dos planos de desenvolvimento e investimento das empresas com a conjuntura econômica favorável; (iii) o desinvestimento dos grupos controladores e dos investidores especializados para aproveitar os bons preços do mercado acionário em alta; (iv) o resultado dos esforços educativos e propagandícios da BM&FBOVESPA em atrair novas companhias e novos investidores para o seu ambiente de negociação, destacando-se o lançamento de segmentos especiais de listagem, em particular, do Novo Mercado; e (v) o reforço do marco regulatório e da autorregulação, o que trouxe maior segurança aos investidores e aprimorou a formação de preço dos valores mobiliários levados a distribuição.

O perfil do investidor em bolsa no Brasil também sofreu consideráveis alterações nas últimas décadas – a esse respeito, ver tabela abaixo. Ao longo dos anos 90, caiu bastante a presença direta do investidor pessoa física, optando ele por investir através de fundos e clubes de investimento, o que pode ser atribuído à forte volatilidade do mercado, aos ganhos de escala obtidos pelos investidores institucionais e às políticas dos governos e das instituições financeiras no sentido de encaminhar os investidores aos fundos e clubes. No final de década de 1990 e início dos anos 2000, impulsionado pelas facilidades dos sistemas de “home broker” e pelas ações de educação financeira, o investidor individual voltou a se interessar pela atuação direta no mercado acionário.

O grande destaque entre as variações, entretanto, foi o da participação do investidor estrangeiro, que, a partir da abertura financeira iniciada ao final dos anos 1980 e concluída na década seguinte, trouxe volume considerável de recursos, a ponto de contribuir significativamente para a valorização e o aumento de liquidez das ações, bem como para o aumento das reservas externas do país. Não se pode negar, entretanto, o forte impacto causado no balanço de pagamentos e no mercado acionário brasileiro pela rápida saída dos recursos dos investidores estrangeiros em momentos de crise da economia nacional (a retirada de recursos teve auge entre 2007 e 2008).

PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL NO VOLUME DE NEGOCIAÇÃO DA BOVESPA, POR TIPO DE INVESTIDOR							
Ano	Empresas	Pessoas Físicas	Investidores Institucionais	Instituições Financeiras	Investidores Estrangeiros	Outros	TOTAL
1989	26	32	14	20	–	8	100
1999	4	17	17	40	22	0	100
2009	2	29	31	10	28	0	100
Fonte: BM&FBOVESPA; retirado de Casagrande Neto, Sousa & Rossi, 2010, p. 30.							

Outro dado que chama atenção é aquele relativo à participação dos investidores institucionais, que vem crescendo de maneira significativa. A relação de seu patrimônio com o total do PIB do país alcançou 60% no ano de 2009, o que, apesar de significativo, ainda fica muito aquém da relação verificada nos Estados Unidos, por exemplo (onde o patrimônio dos investidores institucionais chega a aproximadamente 150% do PIB nacional). Ainda que apliquem predominantemente em títulos públicos, esses investidores têm relevância para o mercado de

capitais brasileiro na medida em que lhe dão sustentação, tanto pelo seu porte significativo, como pela menor volatilidade de suas posições, sobretudo dos fundos de pensão.

Se a administração de recursos de terceiros no Brasil já foi atividade restrita a poucas instituições e dirigida a um público seletivo, os seus números atuais servem para ilustrar o nível de desenvolvimento alcançado pelo sistema financeiro e, em particular, pelo mercado de capitais – processo em que a BM&FBOVESPA assumiu inegável papel de destaque. Unindo fundos, clubes de investimento e carteiras, a administração de recursos de terceiros atingiu R\$ 1,7 trilhão ao final de 2009. Quanto aos clientes, previdência complementar e fundos de pensão, além do público individual (varejo e “private banking”) mostram-se os mais significativos, respondendo este último por 30% do total de recursos administrados. Analisando-se a alocação dos recursos, percebe-se que a parte predominante da poupança do país ainda está aplicada em títulos públicos, no entanto, os títulos privados e ações postos à negociação no mercado de capitais já chegaram a representar 35% do total em 2009 e, desde então, só fizeram crescer em representatividade.

É assim que se pode concluir pela inegável expressividade alcançada por nossa bolsa de valores, mercadorias e futuros, cuja atuação é das maiores responsáveis pela consolidação de um mercado de capitais (i) dotado de marco regulatório moderno e eficiente; (ii) com competitividade internacional, destacando-se, por exemplo, no valor de mercado das companhias listadas em suas bolsas; (iii) cada vez mais atrativo para investidores estrangeiros; e (iv) crescentemente captador da poupança popular. (Casagrande Neto, Sousa & Rossi, 2010, p. 24 – 33)

3.1.3. Conclusão lógica: tornar a BM&FBOVESPA um centro financeiro regional

Diante do exposto, faz-se possível vislumbrar a motivação das aspirações surgidas já em 2008, pouco após o movimento de fusão de BM&F e BOVESPA, no sentido de expandir a atuação da Nova Bolsa para espaços além da fronteira brasileira. Se os números oscilaram de lá para cá, representando, na maioria das vezes, fortes crescimentos, é certo que já quando do surgimento da BM&FBOVESPA – que logo assumiu a posição de terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado – a sua expressividade era suficiente para justificar as ambições internacionais.

Tais aspirações encontram-se expressa e nitidamente definidas em artigo publicado em 2009 pelo então Presidente do Conselho de Administração da BM&FBOVESPA, Gilberto Mifano, em que se lê (Mifano, 2009, p. 46):

“Estamos seguros de que é possível criar um centro financeiro internacional no Brasil – mais especificamente, no eixo São Paulo-Rio de Janeiro, que concentra praticamente todo o mercado financeiro e de capitais do País. Apesar da avassaladora crise financeira atual, com seus efeitos deletérios sobre todas as economias do globo, temos razão para acreditar que o Brasil, devido à convergência de vários fatores, tem diante de si uma janela de oportunidade para tornar-se, em prazo não muito distante, um centro financeiro internacional.”

Os bons fundamentos macroeconômicos nacionais, o tamanho considerável da economia, o moderno sistema de pagamentos, além do mercado de capitais solidificado e transparente são as principais condições que levam a crer no potencial do Brasil para a criação de um centro financeiro internacional no hemisfério sul. As vantagens decorrentes da consolidação de um centro dessas proporções – por conta da realização de imensa gama de operações com valores significativos e variados, a partir de grandes instituições financeiras e empresas prestadoras de serviços especializados – são numerosas, muitas das quais desfrutáveis não apenas pela localidade imediata, mas sim por todo o país, como a geração de empregos, de renda e de fonte de arrecadação de impostos.

A expansão da BM&FBOVESPA não teria a pretensão de torná-la competitiva face aos grandes centros financeiros globais, igualando-a aos patamares de Nova Iorque, Londres e Tóquio, mas sim de fazer dela um pólo de transações financeiras destinado a atender uma região que incluía, em especial, os países sul-americanos. Esse fenômeno não é apenas desejável – por todos os benefícios que impreterivelmente traria aos brasileiros – mas também viável, o que se verifica pelo status de desenvolvimento já alcançado pelo mercado acionário nacional, bem como por sua economia: o Brasil tem a maior economia da América Latina e é o único país da região incluso pelos analistas entre os que apresentam maior potencial de crescimento nos próximos anos (os já mencionados “BRICS countries”).

É mundialmente reconhecida a sofisticação do sistema financeiro brasileiro, que emprega tecnologia de ponta (não apenas acelerando, mas também garantindo segurança às operações), sistemas de controle de risco de última geração, além de sólida e rigorosa regulação e autorregulação. Nas últimas décadas e, especialmente nos últimos anos, o Brasil firmou o

desenvolvimento de um mercado de capitais que oferece variedade de produtos de alta complexidade, atraindo investidores domésticos, que encontram aqui investimentos comparativamente interessantes em relação à oferta internacional, bem como investidores estrangeiros, que passam a enxergar novas e promissoras oportunidades de alocação de seus recursos.

A representatividade comparativa do nosso mercado de capitais, ainda que em conjunto com a estrutura regulatória voltada para o seu desenvolvimento, não pode, no entanto, ser considerada como suficiente para a concretização das pretensões de formação de um centro financeiro de atuação transfronteiriça. São ambas, de fato, condicionantes importantíssimas à realização do projeto, sem as quais ele não seria viável, mas é certo que há diversas outras condições a serem preenchidas para que se alcance tal objetivo, condições essas que serão objeto de estudo mais adiante neste Capítulo, mas que podem se resumir em investimentos significativos na construção de infraestrutura de alta qualidade em comunicações, transportes e segurança, em oferta adequada de serviços, bem como em preparação de mão-de-obra para desempenhar tais serviços, além de reformas institucionais que garantam a consolidação de um ambiente negocial e regulatório consistente, seguro e favorável às operações financeiras. (Mifano, 2009, p. 46 – 47)

3.2. Os primeiros passos do processo de expansão

Ainda que se trate de processo com muitas reformas a serem elaboradas e diversas etapas por serem implementadas (objetos de estudo específico do item 3.3. deste Capítulo), a consolidação do mercado de capitais brasileiro e, mais especificamente, da BM&FBOVESPA enquanto dotados de expressividade de nível internacional não se mostra como fenômeno tão distante ou etéreo. Muito pelo contrário, há uma série de medidas sendo delineadas ou mesmo já vigentes no sentido de tornar esse projeto uma realidade palpável.

3.2.1. Os "depository receipts"

Uma das iniciativas tomadas pelas autoridades governamentais brasileiras no sentido de fomentar a inserção do país no mercado de capitais internacional consistiu na edição, em 18 de

maio de 1992, da Resolução CMN nº 1.927, que deu nova redação ao Anexo V da Resolução CMN nº 1.289/87, autorizando e disciplinando os investimentos de capitais estrangeiros através do mecanismo de DRs, "depository receipts", abrindo então a possibilidade para que companhias brasileiras negociem suas ações no exterior através desses instrumentos. (BOVESPA, 1993, p. 4)

Ainda que a criação de possibilidade às empresas nacionais negociarem, por meio de certificados de depósito, suas ações em ambientes estrangeiros pareça contrária ao objeto de estudo do presente Capítulo – qual seja, o processo de expansão da BM&FBOVESPA para torná-la um centro financeiro regional –, uma análise mais detida permite derrubar essa impressão. Em primeiro lugar, para que um programa de DRs seja lançado, exige-se que a companhia emissora dos certificados a serem negociados nas bolsas de valores estrangeiras registre-se junto à CVM, além de que os valores mobiliários a lastrearem os recibos são necessariamente listados no ambiente bursátil nacional. Ademais, foi a disciplina dos DRs que firmou as bases para a posterior regulamentação dos BDRs (mais adiante estudados), que correspondem aos certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhias abertas estrangeiras, emitidos por instituição depositária brasileira e aqui negociados, promovendo, esses sim, a entrada de títulos de companhias sediadas no exterior na nossa bolsa.

Os DRs são certificados de depósito representativos de valores mobiliários emitidos por companhias de determinado país e negociados no mercado internacional, representam, assim, a propriedade de ações subjacentes emitidas por empresas estrangeiras. As ações subjacentes ficam alocadas no mercado da companhia emitente pelo banco depositário, quem emite os DRs (há também outra modalidade de emissão de DRs na qual a própria companhia os emite diretamente). O banco depositário torna-se o legítimo proprietário das ações, mas transmite, via recibos, os benefícios financeiros da propriedade aos investidores que adquirem os DRs. Com isso, os "depository receipts" oferecem os mesmos direitos econômicos, corporativos e de voto gozados pelos investidores que detêm diretamente as ações subjacentes aos recibos.

A globalização e o crescente apetite dos investidores por diversificação de portfólios vêm incentivando as empresas a explorar novos mercados de capitais através dos recibos de depósitos. Em especial, as companhias de mercados emergentes buscam beneficiar-se de uma maior

exposição e assim arrecadar capital a partir da conquista de novos investidores e concentrações de liquidez no exterior.

Desse modo, os DRs são amplamente reconhecidos como instrumentos financeiros flexíveis que permitem aos emissores alcançar um público investidor localizado fora de seu mercado de origem, ao mesmo tempo respeitando a legislação que restringe a livre circulação e negociação das ações subjacentes no exterior. Aos investidores, por sua vez, os recibos oferecem oportunidades de investimentos estrangeiros principalmente em euro ou dólar norte-americano (com dividendos pagos em euro ou dólar), enquanto reduzem os riscos e custos associados ao investimento transfronteiriço, como o desconhecimento da legislação estrangeira, os custos e atrasos de transação e a complexidade dos processos de negociação e liquidação dos ativos, por exemplo. (Deutsche Börse AG, 2009, p. 1)

Dependendo da origem do mercado em que a companhia emite o DR, o instrumento recebe um nome peculiar, como por exemplo, ADR (mercado norte-americano), DR Argentina (mercado argentino), DR Espanha (mercado espanhol), GDR (mercados europeus e outros), e assim por diante.

ADRs

Os "depository receipts" de maior destaque são, sem dúvida, os "American Depositary Receipts", ADRs, que são recibos negociados nos Estados Unidos, representativos de ações de empresas estrangeiras que se encontram depositadas em um banco no país de origem. Um chamado 'programa de ADR' pode ser lançado por iniciativa da própria companhia emissora, através de nova emissão de ações que serão subjacentes aos recibos de depósitos ou aproveitando ações já existentes do mercado.

O processo de lançamento de um ADR ocorre da seguinte maneira: determinado lote de ações é depositado em um banco do próprio país em que está sediada a empresa emissora (o banco custodiante), então, com lastro nesse depósito, um banco estado-unidense (o banco depositário ou emissor) emite os ADRs, que passa a ser negociável no seu mercado local – nos EUA. Como já sinalizado na descrição dos DRs em geral, o detentor de ADR tem exatamente os

mesmos direitos que teriam os donos das ações depositadas: dividendos, bonificações, desdobramentos e valor cotado pelo mercado.

Assim, o ADR corresponde a certificado emitido por banco norte-americano (banco depositário ou emissor) que é depositado em um banco no país de origem da empresa (banco custodiante), sendo cotado em dólar e negociado livremente em bolsas ou mercados de balcão nos EUA, como qualquer outro valor mobiliário local. No caso brasileiro, o fluxo de recursos decorrente da emissão de ADRs se inicia quando uma corretora ou banco norte-americano compra, no mercado brasileiro, títulos de uma empresa nacional e os entrega para custódia em um banco local dos EUA. Este, por sua vez, instrui o agente emissor a emitir os certificados que são entregues ao investidor americano. O programa de lançamento de ADR por empresa brasileira deve ser examinado e aprovado pela CVM³³ e, a depender do nível a emissão, também pela SEC.

Um programa de ADR é dito patrocinado quando a empresa emissora está diretamente envolvida com o seu lançamento, o que não se confunde com o fato de ser o programa uma fonte de captação de recursos para a empresa, tendo em vista a possibilidade de não haver emissão de ações novas, mas tão somente o aproveitamento de ações já existentes no mercado (um programa sem emissão de novas ações tem menos exigências e é, portanto, mais barato). Já o programa de ADR não patrocinado não conta com a participação direta da empresa emissora dos títulos, surgindo por iniciativa de acionistas ou bancos depositários, sendo os certificados, portanto, comprados no mercado secundário. (Pinheiro, 2007, p. 93 – 94)

³³ Determina a Resolução CMN nº 1.927/92 que sejam registradas junto à CVM as companhias emissoras de todos os DRs a serem negociados nas bolsas de valores estrangeiras, cabendo também à Comissão a aprovação prévia dos programas de “depository receipts”, como se vê em seu art. 3º: “Art. 3º. *Qualificam-se para fins de registro nos programas de ‘DEPOSITORY RECEIPTS’ os recursos ingressados no país para aquisição, tanto no mercado primário quanto no secundário, de ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações, desde que negociados em bolsas de valores e de emissão de companhias abertas registradas na Comissão de Valores Mobiliários, à qual competirá o exame e a aprovação prévia dos programas de “DEPOSITORY RECEIPTS”*. Parágrafo 1º. São documentos necessários à caracterização dos programas de ‘DEPOSITORY RECEIPTS’ os contratos firmados pela instituição depositária e pela instituição custodiante e, nos casos de programas patrocinados, pela empresa emissora dos valores mobiliários que sirvam de lastro à emissão dos ‘DEPOSITORY RECEIPTS’, sem prejuízo de outros documentos ou informações, a critério da Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo 2º. Será considerada para cada programa uma única espécie ou classe de valores mobiliários. Parágrafo 3º. Os contratos referidos no parágrafo 1º deste artigo deverão estipular a obrigatoriedade de fornecimento, por parte dos signatários, à Comissão de Valores Mobiliários e ao Banco Central do Brasil, a qualquer tempo e no prazo que vier a ser determinado, de quaisquer informações e documentos relativos aos programas aprovados e aos títulos emitidos.”

Os programas de ADRs patrocinados se subdividem em quatro categorias: (i) Nível I (“Pink Sheet”) – método mais simples e econômico para lançamento de ADR, não havendo colocação de ações novas e, portanto, inexistindo captação de recursos para a empresa, devendo já existir, no mercado secundário, as ações a lastrearem os ADRs; esses recibos são negociados em mercado de balcão americano (“OTC – over the counter – market”), o que diminui muito as exigências legais quanto à apresentação de documentação, e colocados junto a investidores institucionais qualificados; tampouco há necessidade de registro de emissor junto à SEC; (ii) Nível II (“Lister”) – também não envolve emissão de ações novas, nem captação de novos recursos, porém, esses ADRs não são negociados no mercado de balcão, mas sim nas bolsas de valores, o que eleva seus custos em relação ao Nível I – é preciso, por exemplo, o registro na SEC; (iii) Nível III (“Fully Registered”) – há lançamento de ações novas, com consequente levantamento de capital pela companhia emissora e, também ao contrário dos dois primeiros níveis, proporciona oferta pública dos valores (nos dois níveis anteriores, o lançamento é privado); exige registro completo junto à SEC, o que implica em custos elevados; (iv) Nível 144-A – as empresas emissoras lançam novas ações com captação de capital, mas direcionadas apenas ao mercado de balcão (novamente, a colocação é privada), destinando-se também aos investidores institucionais qualificados; essa regra foi editada com o intuito de regular as condições básicas para a venda de certificados de ações no mercado primário ou secundário norte-americanos por empresas estrangeiras, criando o sistema PORTAL (“Private Offerings, Resales and Trading Through Automated Linkage”), responsável pela negociação das emissões privadas, liquidadas, por sua vez, via sistema DTC (“Depositary Trust Co.”). (Fortuna, 2002, p. 466)

Deve-se ressaltar ainda que, em 2002, foi promovida relevante alteração na regulamentação estado-unidense no que diz respeito às regras de governança corporativa, por meio da “Sarbanes-Oxley Act” ou Lei Sarbanes-Oxley, criada com o objetivo de evitar o esvaziamento dos investimentos financeiros e a fuga dos investidores, representando assim uma das principais reações do governo dos Estados Unidos contra as manipulações nos balanços financeiros e escândalos de fraudes contábeis descobertos à época em grandes corporações norte-americanas. A lei conduziu a um novo ambiente de governança corporativa por criar um conjunto de novas responsabilidades e sanções aos administradores para evitar práticas lesivas que exponham as sociedades anônimas a elevados níveis de risco. A sua importância para o presente

estudo está no fato de que passou a atingir, inclusive, todas as empresas estrangeiras com certificados de depósitos admitidos à negociação nas bolsas de valores estadunidenses (que antes se submetiam às exigências do “US Securities Exchange Act” de 1934, de normas mais brandas), aplicando-se, portanto, às empresas brasileiras com ADRs negociados no mercado de capitais norte-americano.

As principais imposições da lei dizem respeito a normas voltadas à criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, incluindo regras para a criação de comissões e comitês encarregados de supervisionar suas atividades e operações de modo a mitigar riscos dos negócios, evitar a ocorrência de fraudes e criar meios de identificar quando elas ocorrerem, aprimorando a transparência na gestão das empresas – ela é considerada uma das mais rigorosas regulamentações a tratar de controles internos, elaboração de relatórios financeiros e divulgações, já impostas às companhias norte-americanas, rigor esse que vem sendo qualificado por muitos especialistas como causador do cancelamento de registros de diversas empresas estrangeiras, além do efeito inibitório de novas listagens (BORBA, 2008, p. 181, citando o autor norte-americano Philip Boeckman em “Impact of Recent Regulatory and Legal Developments on US Listings By Non-US Companies” in “Business Law International”, vol. 6, nº 2, Londres, 2005).

No mesmo ano de edição da Lei Sarbanes-Oxley, as maiores bolsas de valores americanas apresentaram, por sua vez, novas exigências para as empresas cujos valores fossem nelas listados, reforçando assim o cenário de valorização da governança corporativa através de regras como a necessidade de aprovação dos acionistas para grande parte dos planos de remuneração, a manutenção de maioria dos Conselheiros independentes e sem relação material com a companhia, a exigência de reuniões regulares de Conselheiros desvinculados da gestão. (Ferreira, 2009, p. 17 – 19)

Segue abaixo listagem dos ADRs lastreados em ações de companhias brasileiras e listados na NYSE, na NASDAQ e nos mercados de balcão dos EUA, até o ano de 2011.

RELAÇÃO DOS ADRs DE COMPANHIAS BRASILEIRAS LISTADOS NA NYSE, NA NASDAQ E NOS MERCADOS DE BALCÃO DOS EUA						
		Mercado		Companhia	Símbolo	Mercado

Companhia	Símbolo				
Net Serviços de Comunicação	NETC	NASDAQ	Banco do Brasil	BDORY	OTC
AmBev	ABV	NYSE	Bombril-Cirio	BMBBY	OTC
Aracruz Celulose	ARA	NYSE	BR Malls Participações	BRMSY	OTC
Banco Bradesco	BBD	NYSE	Centrais Elet. de Santa Catarina-Celesc	CEDWY	OTC
Banco Santander Brasil	BSBR	NYSE	Comp. de Transmissão-Paulista	CTPTY	OTC
Brasil Telecom	BTM	NYSE	Comp. Energética de São Paulo-CESP - Com	CSQSY	OTC
Brasil Telecom Participações	BRP	NYSE	Comp. Energética de São Paulo-CESP - Pref	CESDY	OTC
Braskem	BAK	NYSE	Comp. Paranaense de Energia-COPEL - Com	ELPVY	OTC
BRF - Brasil Foods	BRFS	NYSE	Contax Participações	CTXNY	OTC
Centrais Elétricas Brasileiras-Eletrobras - Com	EBR	NYSE	CR2 Empreendimentos Imobiliários	CREIY	OTC
Comp. Paranaense de Energia-COPEL - Pref	ELP	NYSE	Cyrela Brazil Realty - Com	CYRBY	OTC
Companhia Brasileira de Distribuição-CBD	CBD	NYSE	Cyrela Commercial Properties	CYRLY	OTC
Companhia Energética de Minas Gerais-CEMIG	CIG	NYSE	Duke Energy	DEIWY	OTC
Companhia Siderúrgica Nacional-CSN	SID	NYSE	Equatorial Energia	EQUEY	OTC
CPFL Energia	CPL	NYSE	Fabrica de Produtos Alimentícios Vigor	SFPVY	OTC
Embraer	ERJ	NYSE	Iochpe-Maxion Com	IOCJY	OTC
Fibra Celulose S.A.	FBR	NYSE	JBS	JBSAY	OTCQX
Gafisa	GFA	NYSE	Klabin	KLBAY	OTCQX
Gerdau	GGB	NYSE	Light SA	LGSXY	OTC
Gol Linhas Aéreas Inteligentes	GOL	NYSE	LLX-Logística	LLXLY	OTC
Itau Unibanco	ITUB	NYSE	Lupatech	LUPAY	OTCQX

Holding						
Petroleo Brasileiro	PBR	NYSE		MMX Mineracao e Metalicos	MMXMY	OTC
SABESP	SBS	NYSE		MPX Energia	MPXEY	OTC
Sadia	SDA	NYSE		OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES	OGXPY	OTC
TAM	TAM	NYSE		Parana Banco	PRBAY	OTC
Tele Norte Leste	TNE	NYSE		Paranapanema	PNPPY	OTC
Telecomunicacoes de Sao Paulo	TSP	NYSE		PDG Realty	PDGRY	OTC
TIM Participacoes	TSU	NYSE		Rossi Residencial	RSRZY	OTC
Ultrapar	UGP	NYSE		Saraiva	SVLOY	OTC
Vale	VALE	NYSE		Suzano Papel e Celulose	SUZBY	OTC
Vivo	VIV	NYSE		TPI - Triunfo Participacoes e Investimentos	TPIUY	OTC
AES Tiete	AESAY	OTC		Tractebel	TBLEY	OTC
All-America Latina Logistica	ALLAY	OTCQX		Usiminas	USDMY	OTC
Amil Participacoes S.A.	AMPIY	OTC		Usiminas-Usinas Sid. de Minas Gerais	USNZY	OTC
Banco Daycoval	BDYVY	OTC		Globex Utilidades	GBXPY	OTCQX
Cielo S.A.	CIOXY	OTCQX		MRV Engenharia e Participacoes S.A.	MRVNY	OTCQX
<p>NYSE – “New York Stock Exchange” NASDAQ – “National Association of Securities Dealers Automated Quotations” OTC – “over the counter” markets (mercados de balcão) OTCQX – fatia “premier” dos mercados de balcão dos EUA, exclusivo para companhias que atendem a elevados padrões financeiros e passam por uma avaliação qualitativa criteriosa</p> <p>Fontes: sites “Top Foreign Stocks.com” e “OTCQX.com”, disponíveis, respectivamente, em <http://topforeignstocks.com/foreign-adrs-list/the-full-list-of-brazilian-adrs/> e <http://www.otcqx.com/qx/market/otcqxList>, acessos em 30 out. 2011.</p>						

BDRs

Em estudo publicado em 1993, a BOVESPA já expressava a necessidade de transposição dos mecanismos de DRs para o contexto brasileiro e, ao reconhecer que “A internacionalização do mercado de capitais no mundo todo é hoje uma realidade e pode contribuir para que o mercado brasileiro atinja um novo patamar de desenvolvimento”, listou uma série de avanços a serem feitos no marco regulatório nacional a fim de permitir que o país ocupasse posição de destaque no cenário internacional, dentre as quais estavam a:

“Permissão para que as empresas estrangeiras possam ser listadas nas bolsas brasileiras, ou que possam negociar Certificados de Depósito, a exemplo do que já ocorre para as empresas estrangeiras sediadas nos países que integram o Tratado MERCOSUL. Os programas de DRs contribuem para que as bolsas de valores se transformem em centros de liquidez internacionais. O Brasil deve adotar medidas que permitam esse movimento no mercado local.” (BOVESPA, 1993, p. 16)³⁴

Parecia assim antever a edição, em 2000, das Instruções CVM nºs 331 e 332, que regulamentaram os BDRs no mercado de capitais brasileiro. A primeira dessas Instruções foi, porém, revogada pela Instrução CVM nº 480/09, que também alterou dispositivos da segunda, de modo que a disciplina atual dos “brazilian depository receipts” é regida pelas ICVMs nºs 332/00 e 480/09, bem como pela norma regulamentar Resolução CMN nº 2.763/00, com todas as suas alterações.

Desse modo, correspondem os BDRs a certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhias abertas com sede no exterior e emitidos por instituição depositária brasileira e aqui negociados. Eles são instituídos sob a forma de programas, patrocinados ou não pela companhia emissora dos valores mobiliários objeto dos certificados. Os programas de BDRs patrocinados caracterizam-se por serem instituídos por uma única instituição depositária, contratada pela companhia emissora dos valores mobiliários objetos dos certificados de depósito, subdividindo-se em três níveis distintos (Níveis I, II e III). Já os programas de BDRs não patrocinados são lançados por uma ou mais instituições depositárias emissoras de certificados, sem que haja acordo com a companhia emissora dos valores mobiliários subjacentes aos certificados de depósito, somente admitindo-se negociação desses BDRs nos moldes do BDR Patrocinado Nível I. Todos os programas de BDRs, patrocinados ou não, devem ser previamente registrados na CVM.

De acordo com a classificação dos programas em níveis disciplinados pelas Instruções CVM nºs 332/00 e 480/09, variam as regras incidentes quanto a mercados de negociação dos certificados, exigências de registros, dentre outros, conforme ilustrado no quadro abaixo.

³⁴ Outro dos avanços necessários apontado pelo estudo foi aquele referente à **“Simplificação do processo do registro para ingresso dos investimentos, em especial no que diz respeito à consularização e notariação.”**, avanço que foi atendido não pelas Instruções a tratarem de BDRs, mas sim pela ICVM Nº 317/99, a disciplinar os Programas de “Depository Receipts”, que, em seu art. 3º-B (com redação acrescentada pela ICVM nº 342/00), prevê: **“Art. 3º-B. Para fins do disposto no § 1º do art. 126 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, as companhias de que trata esta Instrução podem dispensar a notariação e o reconhecimento de firmas dos instrumentos de procuração outorgados por seus acionistas, desde que haja previsão estatutária neste sentido.”**

Características dos programas de BDRs	Nível I	Nível II	Nível III
Negociados em mercado de balcão não organizado ou em segmentos específicos de entidade de mercado de balcão organizado ou bolsa de valores	x		
Negociados em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado		x	x
Aquisição exclusiva por investidores qualificados	x		
Lastreados em valores mobiliários já existentes	x	x	
Lastreados em novas emissões de valores mobiliários			x
Exigência de registro da companhia emissora junto à CVM		x	x
Necessidade de divulgação das demonstrações financeiras da companhia emissora adaptadas às normas contábeis em vigor no Brasil		x	x
Obrigações de prestação de informações adicionais às divulgadas no país de origem dos valores mobiliários		x	x
Necessidade de designação de representantes legais domiciliados e residentes no Brasil (com poderes para receber citações, notificações e intimações relativas a ações propostas contra o emissor no Brasil), pelos próprios emissores, diretores e membros do conselho de administração dos emissores que patrocinem programa de BDR		x	x
Imposição de cumprimento da Instrução CVM nº 400/03 e demais normas da CVM aplicáveis à distribuição dos valores mobiliários objeto do programa			x

O papel dos “brazilian depositary receipts” na internacionalização do mercado de capitais brasileiro é nítido e significativo, uma vez que esses instrumentos permitem acesso do investidor local a papéis lançados por empresas sediadas no exterior, através dos ambientes de negociação brasileiros. Toda e qualquer bolsa de valores de expressividade regional deve disciplinar o lançamento de DRs, em seu mercado, por empresas estrangeiras, tendo sido esse um passo quase que inevitável, portanto, para a BM&FBOVESPA, crescente em significância e abrangência territorial. O acerto da estratégia pode ser demonstrado pela progressiva aceitação do investidor

nacional em relação a esses instrumentos, bem como pelo aumento do número de companhias que vêm registrando programas de BDRs, especialmente no último ano.

De acordo com dados disponibilizados no “site” da BM&FBOVESPA, segue listagem das empresas que hoje possuem programas de BDRs patrocinados negociados em seu ambiente: Agrenco Ltd.; Alcoa Inc.; Amazon.com. Inc.; American Express Company*; Apple Inc.; Arcelor Mittal; At&T Inc.*; Avon Products. Inc.; Bank of America Corporation; Banco Patagonia S.A.; Bristol-Myers Squibb Company*; Caterpillar Inc.; Chevron Corporation; Cisco Systems. Inc.; Colgate-Palmolive Company; Cosan Limited; Dufry A.G.; Exxon Mobil Corporation; Freeport - McMoran Copper Gold Inc.; General Electric Company; Goldman Sachs group inc.; Google Inc.; GP Investments. Ltd.; International Business Machines Corporation*; Johnson & Johnson*; Kraft Foods Inc.*; Laep Investments Ltd.; Mastercard Incorporated; McDonalds Corp.; Merck Co. Inc.; Microsoft Corporation; Monsanto Company; Nike Inc.; Oracle Corporation; Pepsico Inc.*; Pfizer Inc.; Procter Gamble Company; Schlumberger Limited; Tarpon; The Boeing Company*; The Coca-Cola Company; The Walt Disney Company*; Visa Inc.*; Wal Mart Stores Inc.; Wells Fargo Company; Wilson Sons Ltd. (* correspondem aos mais recentes lançamentos de programas de BDRs na BM&FBOVESPA, de outubro de 2011) (Fonte: site da BM&FBOVESPA, disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?idioma=pt-br>> e <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/mercado-internacional/mercado-internacional.aspx?idioma=pt-br>>, acesso em 30 out. 2011)

3.2.2. Outros movimentos preparativos para o processo

Afora os avanços ocorridos em meio ao processo histórico evolutivo da BM&FBOVESPA já mencionados no item 3.1.1. deste Capítulo, como a criação dos sistemas de “home broker” e plataforma “Webtrade”; o lançamento de três novos segmentos diferenciados de listagem na BOVESPA; o desenvolvimento de câmaras especializadas em registro, compensação e liquidação de títulos; os processos de desmutualização e abertura de capital de BOVESPA e BM&F; o avanço regulatório representado pela edição da Instrução CVM nº 461/07; além da disciplina dos “depository receipts”, há uma série de iniciativas da BM&FBOVESPA que merecem destaque, tanto pela sua relevância para o fortalecimento do mercado de capitais local, como por seu viés integrativo deste com os da região.

Foi lançado em 2004 o “Best Brazil”, projeto da Bolsa criado em parceria com a ANBIMA, a CETIP e a Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN), objetivando divulgar o mercado local e captar novos investidores para os títulos brasileiros. O “Best Brazil”, ainda enquanto principal iniciativa da BM&FBOVESPA para a divulgação do mercado de capitais brasileiro no exterior, foi então reformulado em 2009, passando a contar, a partir daí, com “road shows” realizados ao redor do mundo, ampliando a abrangência da iniciativa de exposição das atividades do mercado de ações brasileiro.

Em 2009, foi assinado acordo entre BM&FBOVESPA e a bolsa nova-iorquina NASDAQ. O entendimento estabeleceu o licenciamento de uma série de ferramentas que a companhia norte-americana disponibiliza às empresas listadas em seu ambiente, entre eles, “site” de relação com investidores, portal para atividades de conselhos de administração e o “GloboNewswire”, serviço de divulgação de notícias e “press releases”.

Ainda em 2009, a Bolsa iniciou formalmente a inserção da abordagem de sustentabilidade à gestão de seus negócios, criando uma diretoria responsável pela integração e gestão dos programas de investimentos socioambientais já existentes e também pela definição da política de sustentabilidade da instituição. Esse movimento significou o seguimento de uma tendência mundialmente difundida no sentido de promoção das práticas sustentáveis pelas grandes empresas.

A BM&FBOVESPA adquiriu posição de relevo no maior grupo de bolsas do mundo, em fevereiro de 2010, tendo ampliado sua participação no quadro societário do “CME Group” de 1,8% para 5% (o que representa um investimento de US\$ 620 milhões), em uma única operação. Como parte do novo posicionamento, a Nova Bolsa realizou investimentos conjuntos em instituições internacionais, bem como o desenvolvimento de um sistema de negociação de derivativos, ações, renda fixa e demais ativos negociados em bolsas de valores e mercados de balcão.

Foi oficialmente lançada, em março de 2010, a criação da Brasil Investimentos & Negócios (BRAIN), liderada pela BM&FBOVESPA, em parceria com a ANBIMA e a FEBRABAN, em iniciativa destinada a reforçar a competitividade do ambiente brasileiro de negócios. Como se verá pouco adiante, a BRAIN assume papel de liderança nos estudos e movimentos em curso voltados à

integração dos mercados de capitais da América Latina com o Brasil no papel de liderança. (BM&FBOVESPA, História, disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/sobre-a-bolsa/historia/historia.aspx?Idioma=pt-br>>, acesso 31 out. 2011)

Ademais, firmaram a BM&FBOVESPA e a Bolsa de Comercio de Santiago, em dezembro de 2010, um acordo estratégico de operação conjunta, que prevê a conectividade entre as duas bolsas, focando principalmente no roteamento de ordens e na distribuição de informações dos mercados (iniciativa que pretende criar meio para que as corretoras da Bolsa de Santiago possam enviar ordens de compra e venda para a negociação de produtos e ativos brasileiros na nossa bolsa e vice-versa.). O acordo contempla também iniciativas para novos temas, dentre os quais, o desenvolvimento do mercado de derivativos chilenos na Bolsa de Comercio de Santiago; o estabelecimento de iniciativas conjuntas referentes à liquidação e compensação de títulos e; ainda, o acesso à rede de negociação da BM&FBOVESPA a mercados administrados pela bolsa chilena.

Em julho de 2011, foi com a Bolsa de Valores da Colômbia que a BM&FBOVESPA promoveu aproximação: as bolsas anunciaram publicamente seu interesse em explorar alternativas para uma possível interconexão dos seus mercados de renda variável, renda fixa e derivativos a fim de promover o desenvolvimento dos mercados de capitais de ambos os países. Foi firmado um memorando de entendimento pelo qual as bolsas se propuseram a iniciar uma fase de exploração destinada a estabelecer um plano que viabilize a interconexão de plataformas de negociação de valores em ambos os países, que, novamente, permita o roteamento de ordens de compra e venda. (BM&FBOVESPA, Notícias, disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>, acesso 31 out. 2011)

Todas essas foram iniciativas de destaque em meio aos processos de fortalecimento local da BM&FBOVESPA e de sua expansão transfronteiriça, podendo, portanto, serem consideradas medidas preparatórias para o processo de consolidar, no Brasil, um centro financeiro regional.

3.2.3. O projeto da BRAIN para integração dos mercados de ações, de fundos de investimento e de dívida corporativa de países da América Latina

Está atualmente em curso um projeto que prevê a formação de um ambiente latino-americano de negociação de ações, cotas de fundos de investimento e dívida corporativa. Apesar

de estar à frente desse projeto a Brasil Investimentos & Negócios, criada apenas em março de 2010, trata-se de movimento idealizado muito antes, e com iniciativas mais concretas verificadas a partir de 2008, quando entes públicos (como BACEN, CVM, Ministério da Fazenda, FEBRABAN, BNDES) e entes privados (como BM&FBOVESPA, representantes de bancos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários) começaram a traçar planos e reunir-se para discutir estratégias.

O projeto parte do pressuposto de que, em sendo o Brasil não apenas a maior e mais sólida economia da região, com um mercado de ações cujo volume corresponde a 80% de todo o mercado latino-americano, mas também detentor de um mercado mobiliário e uma bolsa de valores de expressividade globalmente reconhecida, a posição de liderança do Brasil deve ser encarada como uma oportunidade para toda a América Latina. É um convite para uma integração saudável, construtiva e onde todos possam encontrar seu espaço.

Um dos ideais do projeto conduzido pela BRAIN é colocar a iniciativa privada a serviço do processo, no lugar das políticas públicas que historicamente dominaram os esforços de integração da América Latina, políticas essas que comumente impunham agendas a serem cumpridas pelo setor privado, possivelmente menos eficientes do que aquelas pensadas e efetivadas por ele próprio. Destaca-se que os interesses diretos das empresas privadas são de certa forma mais permanentes que os dos Estados, ou ao menos que os de seus governantes momentâneos, representando a volatilidade das discussões políticas geradas pelas trocas de poder uma verdadeira ameaça à continuidade do programa. Isso não significa, contudo, que a BRAIN dispense a participação dos entes estatais no projeto, muito pelo contrário, ela conta com a colaboração estratégica do Estado, à qual tem acesso através de suas integrantes, em especial a ANBIMA e a FEBRABRAN.

Apesar de o projeto como um todo ainda estar em fase bastante embrionária de implementação, a etapa de integração dos mercados de ações dos seis países envolvidos – Brasil, Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru – já possui alguns conceitos claros. Se inicialmente se pensava em uniformizar as regulações vigentes em cada um dos mercados de capitais a partir de um modelo comum a ser por todos adotado, percebeu-se a complexidade dessa estratégia, que foi

então abandonada, de modo que agora a diretriz é evitar modificações nas leis vigentes nos seis países.

A alternativa que se vislumbrou corresponde à criação, por cada um desses seis países, de novos segmentos de listagem, com regras idênticas, em suas bolsas. Desse modo, as empresas interessadas em exibir o selo da integração seguiriam listadas em seu país de origem e sujeitas ao regulador nacional, no entanto, suas ações ficariam disponíveis à negociação por investidores dos seis mercados por meio de um roteamento de ordens organizado entre os respectivos mercados mobiliários. Tornar-se-ia possível, assim, a compra e venda de ativos listados no exterior através de negociação direta pelo investidor apenas com o mercado local, já que ele emite uma ordem para uma corretora doméstica, que então a transmitiria para uma corretora estrangeira, localizada no país de origem do valor mobiliário, que por lá concluiria a operação. Ficaria, portanto, a critério das corretoras a costura de acordos operacionais entre si, viabilizando o funcionamento do sistema.

A proposta da BRAIN é que as regras de listagem desse novo segmento, que teria o mesmo nome em todas as praças – e de adesão voluntária –, sejam delineadas a partir dos melhores padrões em vigor nesses mercados. Nesse sentido, algumas das normas cogitadas já são, inclusive, seguidas por muitas companhias no Brasil e se assemelham um bocado às do Novo Mercado da BM&FBOVESPA (Brasil e Chile são apontados como os países com os padrões regulatórios mais elevados em todas as áreas). Uma das regras que já se vislumbra para o mercado comum é a sua restrição apenas para emissoras de ações ordinárias que reservem 20% das cadeiras do conselho de administração para membros independentes, exigindo-se, ainda, que um deles ocupe a presidência do órgão — exigência essa que não existe no segmento especial da bolsa brasileira.

Uma das maiores preocupações dos estudiosos da BRAIN é de natureza regulatória: a exigência de identificação do beneficiário final das ações negociadas nesse regime. Essa informação é, atualmente, de divulgação obrigatória apenas no Brasil e na Colômbia, dentre os seis países do grupo. Esse problema já foi enfrentado pelo Mercado Integrado Latino-Americano (MILA), movimento surgido em 2011 para a integração das Bolsas de Valores de Bogotá, Lima e Santiago, em proposta análoga à do BRAIN para a formação de um mercado acionário transnacional. Nesse caso, apenas a bolsa da Colômbia obriga a identificação dos beneficiários finais, mas o bloco determinou essa exigência para todas as ações negociadas no MILA – a

proposta a ser apresentada pela BRAIN parece pretender adotar a mesma filosofia. O acesso às ações listadas no novo mercado comum, no entanto, não seria livre nem muito amplo: o projeto é pensado para atender somente a investidores qualificados, porém, os critérios para a definição desse conceito ainda estão sob estudo³⁵.

No tocante à integração da indústria de fundos de investimento, a BRAIN propõe uma autorização para os gestores dos seis países atuarem em todos os territórios, distribuindo cotas, inclusive. Seria um “passaporte” como o que está em processo de elaboração na indústria de fundos da União Européia. Os gestores de fundos dos seis países latino-americanos definiriam, eles próprios, as normas para a licença da região, firmando acordos que estabeleçam, dentre outros, as garantias dadas aos investidores, os ativos a serem negociados e a forma de acesso aos mercados. Caberia então aos governos de cada um dos países envolvidos reconhecerem o regime escolhido, admitindo os critérios de solvência, governança e de controle de riscos dos fundos, bem como as suas exigências de divulgação de informações.

Por último, para o segmento de dívida corporativa, o caminho planejado para a integração é semelhante ao trilhado no mercado de ações. A primeira etapa seria fortalecer as emissões nos países de origem e, apenas em seguida, facilitar o acesso dos investidores estrangeiros aos títulos. É por conta das sabidas limitações do mercado de dívida no continente, principalmente no que diz respeito a volumes negociados no ambiente secundário, que essa porção do projeto é a menos adiantada.

Um dos grandes desafios da pretensão de integração diz respeito a habilidades negociais e diplomáticas dos entes envolvidos, em especial dos brasileiros. Isso porque o desnível entre o mercado brasileiro e os potenciais parceiros³⁶ obriga que os nossos representantes (a BRAIN,

³⁵ O estudo encomendado pela BRAIN “Integração Financeira na América Latina — Realidades, Desafios e Propostas Estratégicas”, elaborado por Guillermo Larrain, economista e professor da Universidade do Chile, parece tender a adotar a interpretação peruana para a definição do conceito de investidores qualificados, que considera qualificadas, além das pessoas jurídicas que atuam com investimento mobiliário, as pessoas físicas com experiência e conhecimento comprovados e patrimônio e receita acima de determinado valor – todos os patamares numéricos envolvidos nesse conceito seriam estabelecidos a partir do mínimo denominador comum dos países participantes.

³⁶ Para se ter noção da diferença brutal entre o mercado acionário brasileiro e os dos demais países, o valor de mercado das ações listadas no Brasil somou US\$ 1,5 trilhão, no encerramento de 2010, conforme dados da WFE. Enquanto isso, Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru, juntos, alcançaram menos que isso: US\$ 1,1 trilhão. Quando o critério é o volume de negociação de ações, a diferença fica ainda maior – o Brasil dispara na frente, com US\$ 867,1 bilhões em 2010, cifra mais de quatro vezes superior à soma dos volumes das outras cinco economias.

inclusive, associação nacional) sejam muito cautelosos durante as negociações, pois não é difícil imaginar cenários em que a proatividade brasileira seja encarada como um pretensioso avanço imperialista. Apesar das apreensões a respeito do Brasil como impulsionador da iniciativa, a expectativa é de que a má impressão passe logo. Basta que se enxergue as significativas possibilidades de ganho para todos os envolvidos com a criação do mercado integrado.

Cabe ressaltar que, seja sob liderança brasileira ou de qualquer outro país, o desenvolvimento de um centro regional na América Latina é considerado um caminho sem volta, bem como inevitável. Muitos analistas do mercado apontam para o fato de que, se o mercado integrado não se concretizar, as bolsas de valores e as empresas da região ficarão enfraquecidas em relação às de outros continentes. O projeto de integração não é, tampouco, novo. No Brasil, diversas ações já foram promovidas, como acordos operacionais com bolsas de valores das vizinhanças.

É claro que, a despeito dos avanços e estudos recentes, inclusive com definição de estratégias a serem apresentadas pelo Brasil para os demais países, os mais otimistas dos especialistas prevêem alguns anos de trabalho árduo. Dentre os próximos anseios da BRAIN está a realização de “road shows” nos países vizinhos visando a compartilhar os resultados dos estudos já elaborados, bem como as propostas para a regulação desse novo mercado comum – proposta essa aberta a sugestões e alterações –, buscando também passar a mensagem de que a considerável liquidez da bolsa brasileira pode ser muito útil para os países vizinhos, em um cenário de integração, podendo incentivar, por exemplo, as ofertas de ações em cada um dos outros cinco mercados. (Yokoi, 2011, p. 33 – 35)

Apesar dos desafios, os resultados esperados pelo projeto são muitos e envolvem expectativas de maior e melhor crescimento das empresas latino-americanas, o que se pretende alcançar através de melhores fontes de financiamento, com novos mercados e novos instrumentos que passariam a estar disponíveis; de aprimoramento do acesso ao mercado para pequenas e médias empresas; de normas mais rigorosas de governança corporativa; e melhores condições de competitividade internacional. Além disso, objetiva-se um mercado financeiro regional dotado de mais liquidez; melhor formação de preços; maior transparência e marco regulatório mais aprimorado. Por último, a maior estabilidade macroeconômica, com absoluto respeito à soberania

de cada um dos países em meio à diversificação das fontes de financiamento por eles partilhadas, também constitui uma das metas a ser alcançada. Assim vê-se justificado o empenho da BRAIN em tornar real o projeto de integração dos mercados mobiliários da América Latina. (Larrain, 2010)

3.3. Agenda futura

A afirmação da BM&FBOVESPA enquanto centro financeiro regional da América Latina, apesar de todos os avanços e conquistas acima estudados, ainda apresenta desafios de implementação. A agenda futura desse movimento é, portanto, extensa. Não só extensa, mas variada: abarca a necessidade de reformas e alterações destinadas ao desenvolvimento e aprimoramento do mercado de capitais regional que, uma vez alcançadas, abrem espaço para as alterações de cunho menos regionalista, destinadas a efetivamente fazer da Nova Bolsa um pólo internacional, passando, é claro, pelas modificações e reformas inerentes ao processo de aproximação do nosso mercado nacional aos mercados mobiliários vizinhos e aos grandes centros financeiros globais.

Vejamos então as principais facetas dessa complexa agenda futura.

3.3.1. Dificuldades: as principais reformas que se mostram necessárias

Algumas medidas práticas a serem adotadas para tornar tanto a imagem do Brasil mundo afora quanto a sua capacidade real adequadas às de um centro financeiro de abrangência continental dizem respeito ao aprimoramento da cooperação público-privada e das regras de governança cooperativa para as suas empresas – apesar das iniciativas recentes nesse sentido, o atual posicionamento do Brasil nesses campos ainda carece de melhora.

No que tange ao ecossistema dos negócios brasileiros em geral, a segurança jurídica deve ser reforçada, tendo em vista a sensação de incerteza dos empresários estrangeiros quanto ao posicionamento dos tribunais e dos órgãos administrativos nacionais. Além disso, a burocracia envolvida nas operações comerciais tem que ser drasticamente reduzida e combatida, não apenas por atrasar demasiadamente o andamento dos procedimentos inerentes ao negócio corporativo, mas por estarem proximamente relacionados aos cenários de corrupção e informalidade

excessivas. Ainda que as questões burocráticas, de ações corruptas e do mercado informal sejam inerentes a todas grandes economias, elas marcam a imagem brasileira de tal maneira que afastam oportunidades de negócios muito desejadas e valiosas para um mercado de capitais que busca se expandir pelo território latino-americano.

No campo da força de trabalho, não é a disponibilidade de mão-de-obra que deve nos preocupar, mas sim a quantidade e qualidade de talentos disponíveis. O Brasil ainda conta com poucos profissionais de experiência internacional no ramo financeiro, as boas escolas ainda estão em estágio de desenvolvimento e, apesar dos níveis de excelência já pontualmente alcançados, faltam centros de estudo com a “expertise” que é ensinada nas grandes escolas estrangeiras. Além disso, é muito corriqueiro que os trabalhadores que tenham a oportunidade de obter experiências no exterior, tanto acadêmicas quanto profissionais, encontrem pouco incentivo para voltar ao mercado brasileiro de trabalho. A falta de fluência em línguas estrangeiras, bem como a escassez relativa de pessoal operacional qualificado para a maior parte das operações envolvidas nos negócios financeiros são relevantes deficiências a serem compensadas.

Além disso, a regulação de câmbio é considerada por demais desfavorável às volumosas e velozes operações associadas aos mercados de capitais, impondo exigências – mais uma vez – muito burocráticas e custosas. A estrutura tributária trazida pela regulamentação brasileira é outra grande desvantagem do país em relação aos cenários dos centros financeiros internacionais, havendo não apenas cargas tributárias elevadíssimas, mas também sistemas de cobrança por demais complexos para o investidor e empresário estrangeiros, ditados, ainda, por legislação dinâmica e esparsa, de difícil acompanhamento e compreensão.

As bases da atratividade do Brasil, como pólo internacional de negócios, também devem ser repensadas. A infraestrutura de transportes é incrivelmente deficiente quando comparada à dos países mais desenvolvidos e, nesse sentido, a baixa conectividade de vôos internacionais é uma questão específica que merece imediata reparação. O alto custo das atividades ligadas a telecomunicações deve ser combatido, tendo em vista a relevância da conectividade permanente para o sistema financeiro em geral. Os níveis de segurança, de trânsito e de cultura nas grandes cidades, ainda, devem ser objeto de políticas públicas efetivas destinadas à melhoria da qualidade de vida da população.

Uma das medidas menos tangíveis, porém de grande relevância e diversos reflexos práticos é aquela referente à educação financeira da população. Hoje, ainda constitui um verdadeiro desafio para o mercado acionário brasileiro captar as poupanças das novas classes médias surgidas com o crescimento da economia na última década – *“Há dezenas de milhões de latino-americanos que têm dinheiro para investir e não o fazem. É preciso promover a educação financeira”*, reconheceu recentemente Paulo Oliveira, diretor geral da BRAIN, em entrevista concedida à revista América Economia (Vignaux, 2011, p. 71). Nesse sentido, o Banco Mundial tem ações em curso para o desenvolvimento de um projeto de educação financeira a ser implementado nas escolas brasileiras; tampouco não se pode ignorar as ações da BM&FBOVESPA no sentido de atração do público investidor.

Assim, conclui-se que algumas das condições a serem satisfeitas têm caráter mais óbvio, como a disponibilidade de infraestrutura de alta qualidade em comunicações, transportes e segurança, além de oferta adequada de serviços, bem como mão-de-obra preparada para desempenhar as novas tarefas. Outras são menos intuitivas, mas nem por isso menos relevantes, dentre as quais se destacam, do ponto de vista institucional, a construção de ambiente legal consistente, seguro e favorável aos negócios; a consolidação de um sistema regulatório avançado, estável e acessível; a conquista de liberdade para movimentação de capitais; a institucionalização de transparência nos negócios; além da construção de um mercado de trabalho mais preparado e flexível.

Tudo isso torna mais desafiador o objetivo de criação de um centro financeiro de alcance internacional no Brasil. Não se trata, definitivamente, de tarefa que possa ser cumprida isoladamente por empresas privadas ou por instituições componentes do sistema financeiro. O sucesso do processo exige a ação conjunta e articulada da iniciativa privada e do Poder Público, em seus mais diversos níveis. (Mifano, 2009, p. 47)

3.3.2. Facilidades: a atual conjuntura propícia à realização do movimento de expansão

Ainda que seja nitidamente perceptível a quantidade e a complexidade das reformas a serem implementadas pelo Sistema Financeiro Nacional no sentido de tornar a BM&FBOVESPA uma bolsa de valores central para a América Latina, não se deve ignorar o robusto conjunto de

forças que o país atualmente possui no sentido de realizar tal movimento. Não se trata aqui de repetir os fatos e números apontados no item 3.1.2. do presente Capítulo (“Patamares atuais: um ‘player’ de expressividade internacional”), mas sim de demonstrar a existência de bases sólidas que levam a crer não só possível, mas também desejável o projeto de expansão.

Em termos estritamente econômicos, temos uma economia bastante desenvolvida e cada vez mais estável, com um “pool” de empresas grande e diversificado. O nosso peso em meio ao cenário latino-americano já é significativo, com a maior economia da região, muito à frente das demais. O risco país é decrescente no longo prazo, já tendo sido reduzido em ocasiões recentes, e, ainda, a expressividade do Brasil no comércio internacional de commodities é bastante grande.

A nossa regulação, como já ressaltado, é internacionalmente conhecida por ser prudente e conservadora, além de haver maturidade e efetividade da autorregulação financeira. No que tange aos sistemas de pagamento e liquidação, tanto o nosso sistema de transferência de reservas quanto as câmaras de liquidação possuem níveis internacionais de excelência, sendo as nossas práticas estudadas, inclusive, por grupos estrangeiros com o objetivo de replicá-las em seus cenários locais. Apesar das deficiências apontadas de disponibilidade adequada de talentos nacionais, há universidades com alto nível de excelência acadêmica e a cultura brasileira é reconhecida por ser aberta, receptiva, inclusiva e participativa.

As instituições financeiras brasileiras contam com bancos nacionais grandes, sólidos e em latente crescimento, além de um mercado financeiro com bases desenvolvidas e sofisticadas, havendo até mesmo equilíbrio na competição entre as instituições locais e as internacionais. Especificamente no que respeita ao mercado de capitais, o Brasil conta com nada menos que a ampla liderança do mercado de ações na América Latina, um mercado de futuros e derivativos muito desenvolvido e grandes taxas de participação de investidores estrangeiros.

Não se pode deixar de mencionar, ainda, que a já tão comentada crise do “subprime” de 2008, cujos efeitos sob a estabilidade das economias desenvolvidas se prolongam até os dias atuais e prometem continuar a fazê-lo pelos próximos anos, pode representar uma janela de oportunidade única para que o Brasil consolide o movimento de internacionalização da sua bolsa de valores via materialização de um pólo regional. Além de a economia brasileira, por seus

próprios méritos, reunir condições específicas que, em conjunto, formam um cenário bastante propício à expansão, a debilidade dos mercados desenvolvidos causada pela crise pode significar uma chance para que o país afirme a sua expressividade regional.

Nos países mais desenvolvidos, os bancos globais encontram-se severamente abalados, focados em reconstruir-se, voltados, portanto, para o mercado doméstico, e não para tendências de expansão internacional. A crise gerou necessidade de venda de operações estratégicas, importantes no longo prazo. A falta de liquidez gerada no mercado vem dificultando a expansão significativa do crédito, cenário que promete permanecer vigente por certo tempo. Tamanhos choque e impacto com que a recente crise foi recebida têm provocado movimentos de revisão regulatória, buscando-se inclusive parâmetros estrangeiros para harmonização da normativa interna – mais uma vez, o seu foco está voltado para o aprimoramento dos mercados internos.

Enquanto isso, os sinais de resiliência do setor financeiro brasileiro apontam para condições econômico-regulatórias muito saudáveis, contando o país com regulação financeira classificada como bastante prudente e conservadora (o suficiente para que, como visto, boa parte dos especialistas a apontem como um dos grandes fatores a terem afastado o Brasil dos graves efeitos da crise); estrutura de capital pouco alavancada; menor exposição do mercado a ativos “tóxicos”, baseados em sistemas não sustentáveis de lançamento; demanda e receita de crédito ainda pujantes e um conjunto de receitas bastante diversificado.

3.3.3. Etapas do processo: desenvolvimento do mercado local; aumento de projeção e conectividade globais; consolidação do Brasil como centro de negócios da América Latina

É com base em toda essa feliz combinação de vantagens que a BM&FBOVESPA pode aproveitar-se da atual conjuntura econômica para fazer sua expansão para além dos limites territoriais do país. O desenvolvimento do mercado local destinado a reforçar a competitividade do sistema nacional parece ser a primeira via para acelerar o crescimento e a internacionalização da indústria financeira do Brasil. Em seguida, o aprimoramento da projeção e da conectividade globais, incrementado a conexão com os centros internacionais é medida que se impõe. Enfim, a projeção como pólo regional surge como derradeira fase do processo.

Com relação ao primeiro passo, referente à regionalização, é importante destacar que o reforço das bases de competição do setor financeiro brasileiro – concentrado no eixo Rio de Janeiro - São Paulo – tem o condão de trazer benefícios estratégicos para todo o país. Isso porque fortalece o papel do Brasil como centro regional e internacional de negócios, defendendo a competitividade internacional das empresas brasileiras “multilatinas” (sediadas no Brasil com atuação pelo continente), fortalecendo o comércio exterior, afirmando a posição do país como sede regional “natural” de multinacionais e, ainda, fortalecendo e protegendo a indústria financeira nacional, além de outros setores estratégicos, como o agronegócio, por exemplo. A regionalização corresponde à etapa responsável também por desenvolver as indústrias de serviços profissionais de alto valor agregado, concentrando “pool” de talentos, de “expertise” e de inteligência na região. Essa fase deve provocar, assim, o crescimento do PIB e dos níveis de emprego da população.

São relativas a essa fase inicial as ações referentes à otimização da regulação e dos tributos; à redução da burocracia que rege as operações comerciais em geral; à ampliação dos serviços profissionais, em quantidade e qualidade; à criação de pólo de talentos; ao reforço da nossa defesa competitiva e, ainda, ao aprimoramento da infraestrutura urbana geral³⁷.

O aprimoramento da projeção e da conectividade globais deve se dedicar a projetar a imagem do Brasil no cenário internacional, a diminuir barreiras de câmbio, a expandir a rede internacional, a criar conexões institucionais, a participar de fóruns financeiros globais e a reforçar as bases e práticas do comércio exterior.

Já a criação de um pólo financeiro regional no Brasil, que deve ser encarada como medida que beneficiará as economias de toda a América Latina, terá como consequência o desenvolvimento de centro de excelência de serviços financeiros geograficamente e culturalmente mais próximo dos mercados locais, o que a todos esses aproveita diretamente. Certamente haverá

³⁷ Especificamente no tocante aos investimentos que devem ser feitos na infraestrutura urbana de São Paulo – que abriga a BM&FBOVESPA e pode ser considerado, portanto, a sede do sistema financeiro brasileiro –, os especialistas técnicos destacam algumas medidas essenciais e de caráter premente, como: revitalização do centro de São Paulo; urbanização do Complexo do Alemão; construção do 3º aeroporto de São Paulo; expansão do aeroporto de Viracopos, ampliação do aeroporto de Santos Dumont (principal ponte aérea entre os estados de Rio de Janeiro e São Paulo); expansão do metrô de São Paulo; construção do trem bala a ligar Rio de Janeiro e São Paulo; criação do expresso

o aumento das atividades bancárias, bem como da qualidade de seus serviços, criando-se ambiente propício ao surgimento de produtos específicos e adequados às características do centro regional. A ascensão de um pólo de dimensões tão grandiosas viabiliza também projetos de desenvolvimento dependentes de capital e “expertise” inatingíveis para centros de menor porte. Além disso, fornece-se acesso a um mercado de capitais mais próximo e melhor adaptado às necessidades da região que passa a suportar, inclusive, o comércio regional e mundial de commodities – um dos maiores exemplos das especificidades locais.

Especificamente para essa etapa final, surgem como primordiais as ações voltadas para: regionalizar a indústria de serviços; consolidar o mercado acionário regional; tornar o mercado de capitais brasileiro um portal regional de derivativos; concentrar a gestão de ativos da região; concentrar também as atividades operacionais; apoiar a expansão das empresas “multilatinas” e fomentar a colaboração internacional.

Conclusão

Vimos, então, que o mercado de valores mobiliários, cujas operações características são aquelas voltadas à captação de recursos para as entidades emissoras de valores mobiliários, desempenham função econômica essencial em meio ao Sistema Financeiro Nacional. Nessa esteira, destaca-se a predominância de estudos que demonstram a existência de associação bastante positiva entre o desenvolvimento do mercado de capitais e o crescimento da economia em geral, ainda que seja necessário apontar para a relevância das avaliações qualitativas em meio aos dados meramente quantitativos, tendo em vista que as expansões não sustentáveis dos mercados financeiros acabam por forçar relevantes ajustes compensatórios no médio e no longo prazo, comprometendo de modo significativo crescimento, emprego, renda e bem estar econômico e social.

A internacionalização dos mercados de capitais, um dos principais objetos desse estudo, ocorreu em algumas etapas bastante diversas entre si, tanto em natureza e volume dos fluxos de capitais circulantes, quanto em agentes econômicos predominantes. Foi visto que, até o século XX, o fluxo tendia a acompanhar a migrações dos povos, comumente atrelando-se a investimentos em infraestrutura nos países em construção. Os abalos gerados pela Primeira Guerra Mundial, Crise de 1929 e Segunda Grande Guerra impulsionaram, então, a criação do modelo econômico de “Bretton Woods”, que previa taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, limitada mobilidade de capitais e políticas monetárias autônomas – todas responsáveis por forte queda no fluxo de capital internacional entre 1950 e 1960.

Foi apenas com a superação do sistema de “Bretton Woods” que uma nova onda de globalização se iniciou: diante da queda do arranjo de taxas de câmbio fixas, as economias puderam contar com uma maior mobilidade de capitais e, ao mesmo tempo, manter a autonomia de suas políticas monetárias. A segunda metade do século XX foi marcada, assim, pela concentração da atividade do mercado de capitais em alguns grandes centros internacionais, como Nova Iorque, Londres e Tóquio, especialmente em função das políticas governamentais de liberalização, das progressivas alterações na oferta e demanda dos mercados e das inovações tecnológicas e financeiras vividas pelos sistemas financeiros.

No momento mais recente do movimento de internacionalização dos mercados, aproveitando a disponibilidade de liquidez nos mercados globais, foi vez das economias emergentes aproveitarem a oportunidade de atração do capital internacional, realizando, para isso, reformas em seus sistemas visando a estabilizar os ambientes macroeconômico, consolidar cenários regulatórios e liberalizar seus mercados financeiros, bem como aprimorar a infraestrutura institucional dos mercados para acrescer suas atividade e liquidez, ampliar a participação de investidores e expandir o universo de instrumentos postos à negociação. Uma das principais características da moderna onda de globalização financeira é a internacionalização dos serviços financeiros, ou seja, o uso de intermediários financeiros internacionais por parte de emitentes e investidores locais, processo para o qual vem sendo desenvolvidos uma série de mecanismos.

Também se viu que a internacionalização do mercado de capitais foi capaz de promover muitos benefícios para as economias participantes, entre eles, as possibilidades criadas para as empresas locais de ampliarem suas opções de captação de investimentos e de associarem-se a sociedades estrangeiras, bem como a promoção de grande desenvolvimento do estudo técnico das atividades desempenhadas pelos setores financeiros. Como todo processo econômico, trouxe e segue trazendo riscos a ela atrelados, como a ampliação da dependência de cada um dos mercados ao capital especulativo e à estabilidade do cenário internacional, reduzindo a capacidade de desenvolvimento autônomo de cada mercado e dificultando o acesso ao capital para as empresas de menor porte.

Em estreita correlação ao processo de internacionalização, surge a atual subdivisão do mercado de capitais, que os classifica em centros financeiros nacionais (que atendem a necessidades de caráter nacional ou regional), “offshore” (realizam a intermediação de fluxos financeiros com baixa conexão com o sistema financeiro dos países em que estão situados os centros), regionais internacionais (prestam sofisticados serviços financeiros em determinada região e dedicam-se à intermediação dos fluxos financeiros dos centros globais e de outros centros regionais e nacionais), e, ainda, centros financeiros globais (são os centros que se destacam por se especializarem na prestação de serviços financeiros a nível transfronteiriço, intermediando fluxos entre países por meio de seus mercados financeiros e empresas locais bastante desenvolvidos). O

desenvolvimento histórico desses centros financeiros é outra evolução que guarda íntimo paralelismo ao movimento maior de internacionalização dos mercados.

Vimos também que a atual disciplina regulatória do mercado de capitais brasileiro consiste em regime bastante elaborado e por essa razão internacionalmente admirado, baseado no princípio do interesse público e nos objetivos de proteção aos investidores, de promoção da eficiência do mercado, de criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas, de incentivo à desconcentração do poder econômico e, por último, de afastamento de situações de conflitos de interesses na atuação dos agentes do mercado.

No tocante à evolução histórica da regulação, apenas com a Constituição Federal de 1988 as mais relevantes bases do mercado de capitais brasileiro tiveram previsão legal expressa de tamanha ordem hierárquica, só então ganhando a “Ordem Econômica e Financeira” um capítulo próprio. No plano infraconstitucional, é vigente o modelo tripartido do sistema financeiro ditado pelas Leis nºs 6.385/76 e 6.404/76, reformadas em 1997 e 2001, em que o CMN segue no vértice da organização geral do mercado e divide-se entre CVM e BACEN a competência para disciplina, fiscalização e sanção do mercado de valores mobiliários, e dos mercados financeiro, de capitais e de seguro, capitalização e previdência privada, respectivamente.

Desse modo, a atual estrutura do mercado de capitais se subdivide em um subsistema normativo – que tem competência para regular, controlar e exercer fiscalização sobre os agentes dos mercados, ditando as normas a orientar o funcionamento do sistema – e outro operativo – por sua vez, composto pelas mais variadas instituições financeiras públicas e privadas que atuam no mercado financeiro.

Foi então que adentramos o estudo específico quanto ao processo de fazer da BM&FBOVESPA um centro financeiro regional para a América Latina, passando pela história evolutiva da Nova Bolsa para então abordar os patamares por ela alcançados, patamares esses não só de flagrante expressividade regional mas também de significância no cenário global³⁸.

³⁸ Lembramos que a bolsa brasileira está dentre as dez maiores do mundo em termos de valor de mercado das ações das companhias por ela listadas; em termos de fluxos de investimento gerados no período de janeiro a junho de 2011, ela ocupa o quarto lugar entre as bolsas mundiais; ocupou, ainda, no primeiro semestre de 2011, a primeira posição dentre as bolsas de valores em número de contratos de opções negociados.

Dentre os primeiros passos do processo de expansão da BM&FBOVESPA, destaca-se a disciplina, pela atividade regulatória brasileira, dos "depository receipts" no mercado acionário nacional, permitindo que as companhias brasileiras negociem suas ações no exterior através desses certificados de depósito representativos de valores mobiliários emitidos por tais empresas, bem como dos BDRs, certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhias abertas com sede no exterior e emitidos por instituição depositária brasileira e aqui negociados, permitindo o acesso do investidor local a papéis lançados por empresas sediadas no exterior, através dos ambientes de negociação brasileiros.

Como visto, o projeto conduzido pela BRAIN surge como uma das maiores concretizações práticas no sentido de tornar real o anseio de expansão regional da BM&FBOVESPA, prevendo a formação de um ambiente de negociação de ações, cotas de fundos de investimento e dívida corporativa comum aos países de Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Visando a colocar a iniciativa privada a serviço do processo e reconhecendo a larga vantagem comparativa da economia brasileira a impor sua necessária liderança do movimento, o projeto tem em vista a criação, pelas maiores bolsas de cada um dos seis países, de novos segmentos comuns de listagem com regras idênticas, de modo que as ações das empresas interessadas em participar ficassem disponíveis à negociação de investidores dos seis mercados por meio de um roteamento de ordens organizado entre os respectivos mercados mobiliários. Apesar dos muitos desafios práticos inerentes ao projeto, os seus idealizadores o compreendem como capaz de gerar a maior estabilidade macroeconômica para toda a região, expectativas de maior e melhor crescimento para as empresas latino-americanas, além de um mercado financeiro regional com maior liquidez, melhor formação de preços, maior transparência e marco regulatório mais aprimorado.

É latente que, a despeito de muito desejosa, a afirmação da BM&FBOVESPA enquanto centro financeiro regional do continente latino-americano implica em vasta e diversificada agenda futura. Há necessidade de reformas no tocante ao aprimoramento da cooperação público-privada e das regras de governança cooperativa para as suas empresas; ao reforço da segurança jurídica e paralela redução da burocracia comercial; ao combate à corrupção e ao mercado informal; ao treinamento de mão-de-obra qualificada e ao investimento nos talentos profissionais; à facilitação e amenização das regelações de câmbio e tributária; à melhoria da infraestrutura destinada a

transportes, telecomunicações, segurança, trânsito e cultura; bem como à educação financeira da população.

Cabe ressaltar que, os desafios de reforma acima descritos, apesar de grandiosos, devem ser encarados como alcançáveis diante da solidez da atual conjuntura econômica brasileira, dotada de economia desenvolvida e estável; de risco país decrescente; de excelente regulação; de instituições financeiras grandes, sólidas e em latente crescimento; além de mercado financeiro com bases desenvolvidas e sofisticadas. Para muitos especialistas, inclusive, a oportunidade criada pelos graves efeitos da crise do “subprime” de 2008 vividos pelos países desenvolvidos, parece representar para o Brasil um momento único e especial no sentido de internacionalização da sua bolsa de valores via consolidação de um pólo regional. O cenário favorável é apenas reforçado pelas expectativas de grande movimentação de capital geradas pela progressiva consolidação de diversos segmentos da indústria nacional e também pelo fato de ser o Brasil sede de eventos esportivos mundiais em 2014 e 2016.

Desse modo, conclui-se não apenas pela viabilidade da concretização do processo de expansão da atuação da Nova Bolsa – comprometedoramente vantajoso para o país e para toda a sua região periférica –, mas também pela atual configuração de um cenário bastante propício, definitivamente o mais adequado que já se viveu na história brasileira, para a realização do movimento. Tudo isso decorre, em boa parte, dos já vistos papel desempenhado pelo Brasil em meio à internacionalização dos mercados de capitais, seu marco regulatório extremamente sofisticado e, claro, o ambiente macroeconômico nacional saudável e estrategicamente posicionado em termos internacionais.

Referências bibliográficas

ALVES, Aluíso. *Após fusão, BM&F Bovespa prepara-se para internacionalização*. Reportagem publicada no site do jornal Estadão, em 03.06.2008. Disponível em <<http://www.estadao.com.br/noticias/economia,apos-fusao-bmf-bovespa-prepara-se-para-internacionalizacao,183241,0.htm>>. Acesso em 18 out. 2011.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 11ª ed. rev. aum. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. 576 p.

BOVESPA, “INTERNACIONALIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E NEGOCIAÇÃO DE DRs ‘DEPOSITARY RECEIPTS’”. Estudo produzido pela BOVESPA em 1993, São Paulo. 17 p.

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. *Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático*. 4ª ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2010. 139 p.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. P. 525 – 551.

Deutsche Börse AG. *Deutsche Börse DR Program: Frankfurt GDRs for International Companies*. In: *Global Depository Receipts*. Boletim publicado em Berlim, abril de 2009. 5 p. Disponível em <http://www.gopubliceu.com/images/Global_Depository_Receipts.pdf>. Acesso em 25 out. 2011.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. São Paulo, jan. 2008. 203 p. Tese de Doutorado em Direito na Faculdade de São Paulo. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-23052011-115826/pt-br.php>>. Acesso em 03 out. 2011.

EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. 241 p.

EIZIRIK, Nelson et al.. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. 624 p.

Exame.com, revista eletrônica. *Dívida pública dos EUA supera 100% do PIB*. Reportagem publicada no site em 03.08.2011, às 19:34, sem autor. Disponível em <<http://exame.abril.com.br/economia/mundo/noticias/divida-publica-dos-eua-supera-100-do-pib>>. Acesso em 11 out. 2011.

FARIA, Ivando Silva de. *A Gestão dos Riscos Endógenos: Agregando Valor à Empresa*. Niterói, Rio de Janeiro, nov. 2000. 156 p. Dissertação – Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal Fluminense. Disponível em <<http://www.intermercados.com.br/hedging/>>. Acesso em 03 out. 2011.

FERREIRA, Paola Rocha. *Fatores Financeiros que Influenciam Empresas Brasileiras a Emitirem ADR's*. Rio de Janeiro, nov. 2009. 73 p. Dissertação de Mestrado em Administração na Faculdade de Economia e Finanças Ibmec. Disponível em <http://www.ibmecrj.br/sub/RJ/files/dissert_mestrado/ADM_paolaferreira_nov.pdf>. Acesso em 23 out. 2011.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 15ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002. 624 p.

International Monetary Fund. *Offshore Financial Centers – IMF Background Paper*. Elaborado pelo Departamento de Assuntos Monetários e Cambiais do FMI (Monetary and Exchange Affairs Department, IMF), em 23.06.2000. Disponível em <<http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm>>. Acesso em 10 out. 2011.

JUNIOR, Thomas E. Woods. *Meltown – A Free-Market Look at Why the Stock Market Collapsed, the Economy Tanked, and Government Bailouts Will Make Thing Worse*. Washington: Regnery, 2009. 194 p.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. 312 p.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.* 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vols. I e II. 508 p.

LARRAIN, Guillermo. *Rumo à uma América Latina financeiramente integrada*. Apresentação do consultor da Brasil Investimentos & Negócios, BRAIN, realizada em São Paulo, em 6 de dezembro, 2010. Disponível em <www.fecomercio.com.br/arquivos/arquivo/Brain_11_zzuzzak3aa.pdf>. Acesso em 30 out. 2011.

LEVINE, Ross. *Stock Markets: A Spur to Economic Growth*, Finance and Development Division, the World Bank's Policy Research Department. March 1996. p. 7 – 10. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf>>. Acesso em 30 set. 2011.

MAGALHÃES, Roberto Barcellos. *A nova lei das sociedades por ações comentada*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1977. Vols. I, II e III. 2.795 p.

MELLO, Pedro Carvalho de. *Mercado de Capitais e Desenvolvimento econômico*. In: CASTRO, Hélio Oliveira Portocarrero de (Coord.). *Introdução ao Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Ibmecc, 1979. Vol. 1, p. 23-26.

MIFANO, Gilberto. *O Brasil pode – e deve – ser um centro financeiro internacional*. In: WALD, Arnaldo (Coord.). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. Ano 12, nº 43, jan. – mar. 2009, p. 45 – 47.

Ministério das Relações Exteriores. *BRICS - Agrupamento Brasil-Rússia-Índia-China-África do Sul*, 2011, sem autor. Disponível em <<http://www.itamaraty.gov.br/temas/mecanismos-inter-regionais/agrupamento-brics>>. Acesso em 20 out. 2011.

PASSOS, Maria Helena. *Abrem-se as bolsas em todo o mundo*. Reportagem publicada na Revista BOVESPA, de outubro/dezembro de 2007. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/104/Bolsas.shtml>>. Acesso em 12 out. 2011.

PINHEIRO, Armando Castelar; KIICHIRO, Fukasaku. *Os antecedentes macroeconômicos e a estrutura institucional da privatização no Brasil*. In: *A Privatização no Brasil - o Caso dos Serviços de Utilidade Pública*, 2000. P. 13 – 43. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Paginas/livro_privatiz_ocde.html>. Acesso em 03 out. 2011.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2007. 354 p.

ROBERTS, Richard. *Por dentro das finanças internacionais: guia prático dos mercados e instituições financeiras*, tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2000. 256 p.

ROCCA, Carlos Antonio. *Mercado de Capitais Eficiente: Condição para o Crescimento Sustentado*. Estudos e pesquisas nº 67, XVI Fórum Nacional de Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, maio de 2004. 69 p. Disponível em <<http://www.forumnacional.org.br>>. Acesso em 30 set. 2011.

ROZEFF, Michael S. "The Panic of 2008 and Financial Socialization". Artigo publicado em 20.10.2008. Disponível em <<http://www.lewrockwell.com/rozeff/rozeff231.html>>. Acesso em 19 out. 2011.

SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (Org.). *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. 502 p. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/livro/livro_eletronico_completo.pdf>. Acesso em 20 set. 2011.

SIMONSEN, Mário Henrique. Exposição de motivos da Lei nº 6.385 proferida pelo então Ministro da Fazenda Mario Henrique Simonsen na Câmara de Deputados, em 1976 a. Disponível em <<http://www.abdf.com.br/docs/tema1.htm>>. Acesso em 25 set. 2011.

SIMONSEN, Mário Henrique. Exposição de motivos da Lei nº 6.404 dirigida ao Presidente da República, Ernesto Geisel, pelo então Ministro da Fazenda Mario Henrique Simonsen, em 1976 b. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp>. Acesso em 25 set. 2011.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushastsky, 1979. Vols. I e II. 885 p.

TORRE, Augusto de La; SCHMUKLER, Sergio Luis. *Emerging Capital Markets and Globalization: the latin American experience*. Washington: publicação conjunta de Stanford Economics e Stanford Finance, edição de Stanford University Press e do World Bank, 2007. 209 p.

TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (Org.). *Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 297 – 329.

U.S. Securities and Exchange Commission. *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation*. Atualizado em 25.07.2011. Disponível em <<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>>. Acesso em 10 out. 2011.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordo de Acionistas e a Governança das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. 254 p.

VIGNAUX, Bárbara. *Cada vez mais atraente – o mercado de capitais regional ganha escala e se mostra em condições de atender empresas e investidores*. In.: Revista América Economia, nº 403, set. 2011. P. 70 – 71.

World Federation of Exchanges. *Market highlights for first half-year 2011 – Relatório de destaques do mercado de capitais relativo ao primeiro semestre de 2011*, divulgado em 18.07.2011. Disponível em <<http://www.world-exchanges.org/statistics>>. Acesso em 20 out. 2011.

YOKOI, Yuki. *Novo mercado comum – Brain dá os primeiros passos para a criação de um ambiente latino-americano de negociação de ações, cotas de fundos de investimento e dívida corporativa*. In.: Revista Capital Aberto, ano 8, nº 95, jul. 2011. P. 32 – 35.