**Universidade de São Paulo
Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”**

**O mercado de balcão brasileiro: um estudo sobre as características e a
regulamentação**

Aniela Fagundes Carrara

Dissertação apresentada para obtenção do título de
Mestra em Ciências. Área de concentração: Economia
Aplicada

**Piracicaba
2013**

Aniela Fagundes Carrara
Bacharel em Ciências Econômicas

O mercado de balcão brasileiro: um estudo sobre as características e a regulamentação

versão revisada de acordo com a resolução CoPGr 6018 de 2011

Orientador:

Prof. Dr. **PEDRO VALENTIM MARQUES**

Dissertação apresentada para obtenção do título de
Mestra em Ciências. Área de concentração: Economia
Aplicada

Piracicaba
2013

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
DIVISÃO DE BIBLIOTECA - ESALQ/USP**

Carrara, Anieli Fagundes

O mercado de balcão brasileiro: um estudo sobre as características e a regulamentação /
Anieli Fagundes Carrara.- - versão revisada de acordo com a resolução CoPGr 6018 de 2011. - -
Piracicaba, 2013.
164 p: il.

Dissertação (Mestrado) - - Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz", 2013.

1. Clearing house 2. Mercado de balcão 3. Regulamentação comercial I. Título

CDD 380.14
C313m

"Permitida a cópia total ou parcial deste documento, desde que citada a fonte – O autor"

AGRADECIMENTOS

Ao professor Pedro Valentim Marques pelas idéias, sugestões e por toda a atenção dispensada a mim, sem a qual não seria possível a realização deste trabalho. O meu muito obrigada pela orientação e motivação durante todo o tempo.

Aos professores João Gomes Martines Filho, Waldemar Antonio da Rocha Souza e Bernardo Celso de Rezende Gonzalez pelas sugestões e pela disponibilidade de participar da minha banca.

Ao Roberto Ricardo Barbosa Machado (Bob), gerente de títulos e registro da Bolsa Brasileira de Mercadorias (BBM), ao Carlos Eduardo Ratto Pereira, diretor executivo comercial, de produtos, marketing e comunicação da CETIP e ao Ivan Bare Boesso, coordenador de *market data* da CETIP, pelas entrevistas, dados e informações fornecidas. Agradeço pela total disposição de todos em esclarecer minhas dúvidas em relação ao tema estudado.

A todos os professores e funcionários do programa de pós-graduação em economia aplicada da ESALQ/USP.

Aos funcionários da Biblioteca da Economia, da Biblioteca Central e do serviço de empréstimo de livros entre bibliotecas, sem a ajuda de vocês não seria possível a realização deste trabalho.

À Maria Aparecida Maielli Travalini, pela atenção e pela disposição de sempre ajudar na solução de problemas e dúvidas, principalmente com as questões burocráticas, ao longo de todo o curso.

Em especial aos meus pais, à minha irmã e a toda minha família, pelo carinho, confiança e compreensão. Sempre se fazendo presentes, mesmo quando estávamos distantes fisicamente. E ao Tiago, pela paciência, compreensão, força, incentivo, e por sempre estar presente nos momentos em que mais preciso.

A toda a turma do mestrado, com a qual tive o privilégio de conviver durante estes dois anos: Alice, Daiana, Danilo, Gabriel, Heitor, Jayane, Karina, Larissa, Ricardo, Rodolfo e em especial à Valéria e à Kellen pela companhia e pela amizade. Aliás, quero fazer um agradecimento especial à Kellen, que me privilegia com a sua amizade desde a época da graduação.

Às minhas amigas de longa data Gisele, Aldenice, Jaqueline, Adriana, Sara e Franciele que mesmo distantes sempre me deram força.

Aos funcionários da ESALQ/USP que contribuíram de diversas formas. A todos eles minha admiração e respeito.

Enfim, a todos que direta ou indiretamente contribuíram para a conclusão deste trabalho, o meu MUITO OBRIGADA.

SUMÁRIO

RESUMO	9
ABSTRACT	11
LISTA DE FIGURAS	13
LISTA DE GRÁFICOS	15
LISTA DE QUADROS	17
LISTA DE TABELAS	19
1 INTRODUÇÃO	21
1.1 Importância do trabalho e justificativa da pesquisa	22
1.2 Objetivos da pesquisa	25
1.3 Hipótese	25
1.4 Questão de pesquisa	25
1.5 Questões auxiliares	25
2 O ARCABOUÇO PARA O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE BALCÃO BRASILEIRO	27
2.1 O Sistema Financeiro Nacional	27
2.1.1 Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)	35
2.2 Mercado de Capitais	39
2.2.1 Bolsa de Valores	45
2.2.2 Bolsa de Mercadorias e Futuros	46
2.2.3 BM&FBOVESPA	48
3 O MERCADO DE BALCÃO ORGANIZADO BRASILEIRO	53
3.1 O mercado de balcão	53
3.2 O mercado de balcão: segmento organizado	54
3.2.1 O mercado de balcão organizado de ações norte-americano	55
3.2.2 O primeiro mercado de balcão organizado do Brasil	58
3.2.2.1 Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (SOMA)	60
3.3 O mercado de balcão organizado de derivativos	63

3.3.1 O mercado de balcão de derivativos norte-americano	64
3.3.2 O mercado brasileiro de derivativos de balcão	74
3.3.2.1 Câmara de derivativos da BM&FBOVESPA	75
3.3.2.2 CETIP S.A.- Mercados Organizados.....	78
3.3.2.3 Central de Exposição a Derivativos (CED)	81
4 O MERCADO BRASILEIRO DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO	87
4.1 Definição e caracterização das negociações do mercado de balcão não organizado brasileiro	87
4.1.1 O surgimento dos contratos de balcão não organizado como fontes alternativas de crédito para a agropecuária.....	89
4.1.2 Contratos de soja verde.....	92
4.1.3 Cédula de produto Rural (CPR)	93
4.1.3.1 Cédula de Produto Rural (CPR) de gaveta	98
4.2 Bolsa Brasileira de Mercadorias	99
4.2.1 Os contratos agropecuários de balcão não organizado registrados na Bolsa Brasileira de Mercadorias	101
4.2.2 Os contratos agropecuários de balcão não organizados que não possuem registro na Bolsa Brasileira de Mercadorias	105
5 DIFERENÇAS ENTRE OS ASPECTOS REGULATÓRIOS DO MERCADO FUTURO AGROPECUÁRIO E DO MERCADO DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO AGROPECUÁRIO	109
5.1 O mercado futuro agropecuário brasileiro	109
5.1.1 Padronização dos contratos futuros agropecuários	110
5.1.2 Formas de encerramento das posições no mercado futuro agropecuário	112
5.1.3 <i>Clearing house</i> ou câmara de registro, compensação e liquidação do mercado futuro	113
5.2 Comparação entre o mercado futuro agropecuário e o mercado de balcão não-organizado agropecuário	121
6 METODOLOGIA, DISCUSSÃO, RESULTADOS E CONCLUSÃO	125
6.1 Metodologia	125
6.2 Análise e discussão	127
6.3 Resultados.....	135

6.4 Conclusão	137
REFERÊNCIAS	141
ANEXOS.....	159

RESUMO

O mercado de balcão brasileiro: um estudo sobre as características e a regulamentação

O presente estudo tem por objetivo analisar e discutir a regulamentação e as principais características do mercado de balcão brasileiro como um todo, a fim de propor algumas modificações que o tornem mais seguro. Dentro do mercado de balcão, os negócios são realizados e estruturados de acordo com a vontade e as necessidades de ambas as partes, logo os contratos não são padronizados, também não existe um local determinado para as negociações acontecerem, sendo que estas podem ser realizadas por telefone ou via sistema eletrônico. No Brasil tal mercado é dividido em dois segmentos: o organizado, onde os contratos são pelo menos realizados ou registrados em órgãos que estão sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o não organizado, em que os contratos são firmados ou registrados em órgãos que não são fiscalizados pela CVM, logo esta parte do mercado de balcão está menos sujeita à regulações. É dentro deste último segmento que são negociados os contratos de soja verde, de troca de insumo por produto, de CPR de gaveta, dentre outros, que servem como financiamento da produção agropecuária brasileira. Estes contratos incorrem em muitos riscos já que são firmados entre as partes e não possuem qualquer tipo de garantia oferecida por órgãos regulatórios, no que tange à sua liquidação, ou seja, não contam em seu ambiente de negociação com um sistema de *clearing house*. Logo, este trabalho buscou por meio de documentação de fontes primárias e secundárias e entrevistas não estruturadas, realizadas com profissionais que trabalham diretamente com o mercado de balcão, elaborar uma agenda de sugestões para tornar o ambiente de balcão não organizado mais regulamentado. Concluiu-se que existem medidas que podem ser implantadas no segmento aqui em questão, como a padronização de alguns itens dos contratos negociados, tais como as unidades de negociação e os meses de vencimento e também a conscientização dos agentes de mercado da importância de registrar suas operações, que podem tornar o mercado de balcão não organizado mais transparente e seguro.

Palavras-chave: Mercado de balcão (OTC); Regulamentação; *Clearing house*

ABSTRACT

The Brazilian over-the-counter market: a study of its characteristics and regulations

This study aims to analyze and discuss regulations and main characteristics of the Brazilian over-the-counter (OTC) market as a whole and propose some changes to make it safer. Within the OTC, business is conducted and structured according to wishes and needs of both parties, therefore contracts are not standardized, and there is no physical place to conduct negotiations, which can be made by phone or through an electronic system. In Brazil, this market is divided into two segments: the organized one, where contracts are at least made or registered in organs under the supervision of the Comissão de Valores Mobiliários (CVM) and not organized, in which contracts are not made or registered nor inspected by CVM, thus, this type of OTC trade is less subject to regulation. Within this segment, contracts of soja verde (green soybean), exchange input product, off-the-record CPR, and others that serve for financing Brazilian agricultural production. These contracts are subjected to many risks as they are signed by the parties and do not have any warranty offered by regulators regarding liquidation, in others words, they do not make use of the clearing house. Therefore, this study aims to elaborate suggestions to provide regulation to the over-the-counter market through unstructured interviews conducted with professionals who work directly with the OTC market and documentation of primary and secondary sources. It can be concluded that there are measures to be implemented in the segment at issue here, such as the standardization of some items traded by contracts, such as bargaining units and the months of expiration and also raise awareness of the importance of market agents to register their operations, which can make the not organized OTC market more transparent and secure.

Keywords: Over-the counter market (OTC); Regulation; Clearing house

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Sistema de liquidação de operações com títulos, valores mobiliários, derivativos e câmbio interbancário	37
Figura 2 - Mercado de Capitais: mercado primário	42
Figura 3 - Mercado de Capitais: mercado secundário	43
Figura 4 - Funcionamento do CED.....	83
Figura 5 - Formato de apresentação dos dados disponibilizados pelo CED	84
Figura 6 - Sistemática da CPR.....	94
Figura 7 - Divisão do Mercado de Balcão Brasileiro	128
Figura 8 - Mercado over-the-counter (de balcão) sem uma clearing.....	130
Figura 9 - Mercado over-the-counter (de balcão) com uma clearing	131

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Estoque de derivativos – Evolução	80
Gráfico 2 - Valor financeiro por tipos de derivativos registrados	81

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Estrutura do Sistema Financeiro Nacional	29
Quadro 2 - Diferenças de regulamentação entre o mercado futuro agropecuário e o mercado de balcão.....	122

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Principais diferenças entre crédito formal e crédito informal.....	91
---	----

1 INTRODUÇÃO

Define-se de maneira geral como mercado de balcão, aquele mercado em que as negociações não são padronizadas, mas sim realizadas e estruturadas de acordo com as necessidades das partes envolvidas, e não existe um local definido para as negociações acontecerem, sendo estas realizadas via sistema eletrônico ou via telefone (DODD, 2008). Considerando o ambiente de balcão como um todo, este trabalho propõe e utiliza a divisão do mesmo em organizado, para aqueles mercados em que os contratos de balcão são pelo menos efetuados ou registrados em órgãos devidamente autorizados a funcionar, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e em não organizado, para os mercados em que os contratos de balcão não são realizados ou registrados em sistemas formalmente autorizados pela instituição citada acima, de acordo com o artigo 3º e 4º e com o parágrafo primeiro e segundo da Instrução nº461 da CVM de 23 de outubro de 2007.

O mercado de balcão como um todo ficou em evidência após a crise financeira de 2008, já que os swaps de crédito, que deram origem a posições alavancadas de várias empresas na época, eram negociados dentro do mercado de derivativos de balcão de vários países. Esta crise que assolou o sistema financeiro de boa parte do mundo trouxe à tona os problemas de falta de transparência e elevado risco que apresentava este ambiente de derivativos, que até então pelas suas características, podia ser enquadrado no segmento de balcão não organizado (NOSAL, 2011).

Devido aos problemas apresentados pelo mercado de derivativos de balcão não organizado internacional, uma série de debates começou a surgir em torno da necessidade de uma maior regulamentação deste mercado, tanto que o G-20 apoiou a causa e incentivou seus países membros a tornarem seus mercados de balcão de derivativos mais regulamentados (MORRISON & FOERSTER, 2011). Segundo Polk e Wardwell (2010), a primeira medida efetiva em direção a uma maior regulamentação foi a aprovação do Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection act, lei que traz mudanças para o sistema financeiro norte-americano e que também legisla sobre o registro de todos os contratos de derivativos negociados no mercado de balcão, até então não organizado. No bojo destas novas realizações, a União Européia estabeleceu como prazo limite, o final do ano de 2012, para a implantação de regras mais rígidas no seu mercado de derivativos de balcão que também é não organizado (ZÄNRES, 2011).

Diferentemente dos Estados Unidos e da Europa, o mercado de balcão de derivativos brasileiro, é um mercado organizado. Isso porque legalmente, somente os derivativos registrados são passíveis de reconhecimento perante o sistema financeiro. Para o registro

destes derivativos de balcão existem centrais de registros como a da BM&FBOVESPA e a da CETIP. Logo, tem-se que o mercado de derivativos de balcão brasileiro é muito mais regulamentado, ou seja, mais transparente e livre de riscos do que o mercado internacional, que agora começa a tomar providências a fim de corrigir suas falhas (GARCIA, 2011). No Brasil também existe o mercado de balcão organizado de ativos, conhecido como SOMA (Sociedade Operadora do Mercado de Ativos), cuja criação foi inspirada no mercado de balcão organizado de ativos norte-americano, a NASDAQ (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2005).

Ainda dentro do mercado de balcão brasileiro, existe o segmento não organizado, que corresponde àqueles contratos negociados no âmbito de balcão, que não foram efetuados ou registrados em câmaras de registro devidamente autorizadas a funcionar, e muito menos estão inseridos em um sistema de *clearing house*. Boa parte destes contratos é originada a partir dos novos instrumentos de crédito, criados para suprir a necessidade de financiamento do setor agropecuário, como o contrato de soja verde, a CPR de gaveta e os contratos de troca de insumo por produto (ALMEIDA;FRANCA, 1993). Logo, este segmento é desprovido de uma regulação que pelo menos registre suas operações e divulgue dados sobre elas.

Contudo, existe muito a ser estudado sobre o mercado de balcão do Brasil como um todo, sobre seus tipos de contratos, suas características, seus segmentos, seus pontos positivos e seus pontos negativos. Existem pouquíssimos trabalhos sobre este assunto no país, logo as informações a seu respeito são dispersas e desconstruídas. E este trabalho vem ao encontro da necessidade de um maior conhecimento deste mercado, buscando de uma forma clara e concisa abranger todos os pontos mais importantes deste tema, especialmente no que tange ao problema da regulação.

1.1 Importância do trabalho e justificativa da pesquisa

Com o surgimento da crise financeira de 2008¹ que assolou o mercado financeiro norte – americano e de vários países da União Européia, as atenções se voltaram para um mercado até então pouco estudado, e só conhecido mais profundamente por aqueles que dele faziam parte, que é o mercado over – the – counter (OTC), ou mercado de balcão. Este mercado de maneira geral, é caracterizado por ser um ambiente de negociação onde os agentes firmam contratos estruturados de acordo com as suas necessidades e anseios, sendo que tais

¹ A crise financeira a que se refere este trabalho se iniciou no ano de 2007, e se tornou mais aguda no ano de 2008, logo ficou conhecida como crise financeira de 2008 e assim será referenciada no decorrer de todo este estudo.

negociações não têm um lugar físico definido para acontecer, são geralmente firmadas por telefone ou sistemas eletrônicos, são menos regulamentadas que as transações feitas dentro das bolsas, ou até mesmo nada regulamentadas. E, além disso, o segmento não organizado deste mercado oferece um risco de contraparte² bem maior para seus negociadores, uma vez que nesta parte do mercado de balcão não há um registro ou um controle dos contratos efetuados, e muito menos existem câmaras de compensação (*clearing houses*) para fiscalizar e garantir a devida liquidação dos contratos (DODD, 2008). No Brasil, é nesta parte não organizada do mercado de balcão, que estão inseridos todos os contratos informais de Cédula de Produto Rural (CPR), os contratos de soja verde, os de troca de insumo por produto, dentre outros. Os quais compreendem a grande maioria das transações do agronegócio que visam à obtenção de crédito para financiar a produção (GONZALEZ, 2011).

Talvez por suas próprias características, o segmento internacional de derivativos financeiros do mercado de balcão, não conseguiu manter um bom funcionamento durante a crise de 2008, revelando dentre outras coisas, a posição alavancada assumida por várias empresas no período anterior ao da crise, ao emitir grandes quantidades de *credit default swaps* (CDS) em tal mercado. Muitas dessas empresas com posições alavancadas precisaram de ajuda financeira do governo de seus respectivos países, para fazer frente à suas responsabilidades e algumas delas vieram à falência (ACHARYA, et al. 2011).

Sendo assim, a crise financeira acabou por revelar vários problemas do mercado de derivativos OTC internacional, que passou a ser alvo de intensos debates e discussões que visam solucionar tais problemas e melhor regulamentar tal mercado, mesmo porque ele comporta um número de negociações com derivativos, muito maior do que as realizadas em bolsa. De acordo com o Bank for international Settlements (BIS), atualmente o número de contratos de derivativos de balcão dos Estados Unidos é sete vezes maior do que o número de contrato de derivativos firmados em bolsa (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2011).

O G-20³ encabeçou as propostas de mudanças para o mercado de derivativos de balcão de seus países membros, sugerindo a implantação de uma *clearing house* em tais ambientes de

² É importante lembrar que aqui o termo “risco de contraparte” significa o risco de uma das partes do negócio não cumprir com as suas obrigações.

³ O G-20 é um fórum informal que promove debate aberto e construtivo entre países industrializados e emergentes sobre assuntos-chave relacionados à estabilidade econômica global. O G-20 apóia o crescimento e o desenvolvimento mundial por meio do fortalecimento da arquitetura financeira internacional e via oportunidades de diálogo sobre políticas nacionais, cooperação internacional e instituições econômico-financeiras internacionais. Criado em resposta às crises financeiras do final dos anos 90, o G-20 é composto pelos Ministros de Finanças e Presidentes de Bancos Centrais de 19 países: África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Rússia, Turquia,

balcão. Os Estados Unidos foi o primeiro a aprovar uma lei (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection act) para seu mercado financeiro, com tópicos voltados para o mercado de derivativos OTC, contemplando desta forma as propostas do G-20. Já os países da União Européia prevêem a implantação de uma lei regulamentando tal mercado, até o final de 2012 (ZÄHRES, 2011).

Logo, muito tem se falado e discutido sobre o mercado de balcão, principalmente dos Estados Unidos e dos países da União Européia e todas as evidências apontam para uma maior e melhor regulamentação do mesmo, com a implantação de *clearings houses*. Porém muito pouco ou quase nada se fala deste mercado no Brasil, são raros os trabalhos acadêmicos sobre o mesmo no país, o que acaba por despertar interesse para um conhecimento mais aprofundado das características e da estrutura do mercado de balcão brasileiro, e para uma possível investigação com fins de averiguar se tal mercado brasileiro tem condições de seguir a tendência internacional de maior regulação. Este interesse não é só da academia, mas também do próprio mercado, já que na 1ª Conferência em Gestão de Risco e Comercialização de Commodities, organizada pela BM&FBOVESPA em São Paulo nos dias 8 e 9 de novembro de 2011, o diretor de *commodities* da BM&FBOVESPA Ivan Wedekin, deixou clara a necessidade de se produzirem trabalhos que explorem o assunto, expressando seu desejo de que na próxima conferência fosse apresentado algum estudo sobre o mercado de balcão brasileiro.

Contudo, o presente trabalho visa contemplar uma necessidade tanto acadêmica quanto do mercado financeiro, de informações sobre o mercado de balcão no Brasil, com o intuito de avaliar o nível de regulamentação dos segmentos deste mercado e então sugerir algumas mudanças que possam trazer mais segurança e transparência para tal mercado. Porém este será um trabalho exploratório, que buscará reunir o máximo de informações disponíveis sobre o assunto e organizá-las de maneira lógica e coerente, de forma a embasar possíveis discussões e debates que venham a surgir posteriormente, uma vez que existem poucas informações e dados divulgados.

Reino Unido e Estados Unidos. A União Européia também faz parte do Grupo, representada pela presidência rotativa do Conselho da União Européia e pelo Banco Central Europeu. Ainda, para garantir o trabalho simultâneo com instituições internacionais, o Diretor-Gerente do Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Presidente do Banco Mundial também participam ex-officio das reuniões. (<http://www.bcb.gov.br/?G20>).

1.2 Objetivos da pesquisa

O presente trabalho tem como objetivo principal fazer uma análise do mercado de balcão brasileiro, que contemple um exame tanto do seu segmento organizado, como do seu segmento não organizado, a fim de criar uma agenda de sugestões que possam vir a tornar o mercado de balcão como um todo e principalmente sua parte não organizada mais transparente e com menos riscos, seguindo desta maneira, a atual tendência internacional de trazer uma maior regulamentação para os negócios de balcão.

Secundariamente, pretende-se compilar o máximo de informações sobre o mercado de balcão como um todo, a fim de produzir uma boa noção sobre tal mercado brasileiro e a sua organização. Além de definir sua localização dentro do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

1.3 Hipótese

Existem medidas que podem ser adotadas no mercado de balcão brasileiro, diga-se na sua parte não organizada, a fim de se obter um ambiente mais transparente e com uma maior regulamentação.

1.4 Questão de pesquisa

O que pode ser feito para trazer mais regulamentação, e desta forma mais transparência e segurança para o mercado de balcão, principalmente para seu segmento não organizado?

1.5 Questões auxiliares

- O que é mercado de balcão? O que o define como organizado ou não organizado?
- Quais as características operacionais, a estrutura, e como é o sistema de funcionamento do mercado de balcão brasileiro?
- Como é a regulamentação do segmento organizado e do segmento não organizado de tal mercado?

2 O ARCABOUÇO PARA O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE BALCÃO BRASILEIRO

Neste capítulo será apresentada a localização do mercado de balcão brasileiro dentro da economia do país, mostrando em qual ambiente financeiro este mercado está inserido, e à quais órgãos ou legislação o mesmo está ligado ou responde.

Considerando que o mercado de balcão por englobar negociações de médio e longo prazo, com vistas a suprir as necessidades de financiamento dos agentes, é uma parte integrante do mercado de capitais, fazendo desta forma, parte do Sistema Financeiro Nacional. Será feita inicialmente uma contextualização do ambiente de balcão brasileiro dentro da estrutura financeira do país, focando nos órgãos e instrumentos financeiros que são ligados mais diretamente à regulação ou não do mercado em questão e ao seu funcionamento.

2.1 O Sistema Financeiro Nacional

O sistema financeiro do Nacional (SFN) brasileiro é constituído pelo conjunto de todas as instituições financeiras do país, públicas ou privadas, bancárias ou não⁴, que são responsáveis pelo bom funcionamento dos fluxos monetários dos agentes superavitários para os agentes deficitários, como deixa claro Cavalcante e Misumi (2002) ao apresentar o sistema financeiro do país como a união de instrumentos financeiros e instituições, através das quais é permitida a troca de recursos dos ofertantes finais (que gastam em consumo e/ou investimento um valor inferior ao da sua renda), para os tomadores finais, (que são aqueles que pretendem efetuar gastos em consumo e/ou investimentos, em valor superior ao da sua renda), criando desta forma, uma maior liquidez no mercado.

Assaf Neto (2003) caracteriza o sistema financeiro aqui em questão como viabilizador da relação existente entre agentes carentes de recursos para investimento e agentes capacitados a gerar poupança, ou seja, em condições de financiar o crescimento da economia. Sendo que agentes carentes de recursos são aqueles que adotam a posição de tomadores no mercado, consumindo e investindo valores maiores que suas rendas. E os agentes superavitários, são aqueles que gastam em consumo e em investimento, menos que a renda que ganham, criando desta forma um excedente de poupança.

Sendo assim, o SFN através de seus vários segmentos de mercados, que serão estudados a frente, existe para facilitar a alocação de fluxos financeiros, entre aqueles que

⁴ As instituições financeiras bancárias recebem depósito à vista e criam moeda, como por exemplo, bancos comerciais e múltiplos. Já as instituições financeiras não bancárias não recebem depósitos à vista e operam com ativos não monetários (ações, CDB, títulos, etc.), como por exemplo, corretoras, bancos de investimento, etc.

necessitam deles em uma quantidade maior à qual possuem e aqueles que possuem mais do que realmente utilizam. Quando tal sistema funciona devidamente, as demandas e as ofertas de fluxos monetários ficam equilibradas, possibilitando o bom funcionamento do sistema monetário e da economia como um todo.

A formação atual do sistema financeiro do Brasil, no que tange as instituições que dele fazem parte, é basicamente fruto das reformas institucionais ocorridas nos anos de 1964 e 1965, através das leis, nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964 (reforma bancária) e nº 4.728 de 14 de julho de 1965 (mercado de capitais), que deram origem ao Conselho Monetário Nacional (CMN) e ao Banco Central do Brasil (que serão comentadas com mais detalhes posteriormente) e a diferentes instituições de intermediação. E mais recentemente da Resolução nº 1.524 de 21 de setembro de 1988, do Conselho Monetário Nacional, que instituiu a criação dos bancos múltiplos⁵ (ASSAF NETO, 2003).

As principais funções de um sistema financeiro, segundo Pinheiro (2001) são: promover a poupança, arrecadar e reunir a mesma em grandes volumes transformá-la em créditos especiais, direcionar estes últimos às atividades produtivas e gerenciar as aplicações realizadas. Ou seja, contribuir para uma melhor distribuição do dinheiro circulante no país entre investidores e agentes solicitantes de crédito, de maneira a prover o sistema produtivo com o crédito necessário ao seu bom funcionamento.

De acordo com Cavalcante, Misumi, e Rudge (2005) o sistema financeiro nacional é composto de um subsistema normativo e de outro operativo. O primeiro subsistema funciona como um regulador do subsistema operativo, tal regulação é exercida através de normas expedidas pelas autoridades monetárias, ou pela oferta seletiva de crédito levada a efeito pelos agentes financeiros do governo. Já o subsistema operador ou operativo é formado pelas instituições financeiras, públicas e privadas que atuam dentro do mercado financeiro, seguindo as regras instituídas pela parte normativa.

O Quadro 1 mostra de forma sintética a estrutura do Sistema Financeiro Nacional com seus principais órgãos, sendo os normativos aqueles que instituem as regras de funcionamento deste sistema, os supervisores aqueles que cuidam para que tais regras sejam cumpridas e os operadores aqueles que sob as regras vigentes, fazem contato de maneira mais direta com investidores e tomadores de empréstimo, buscando sempre uma melhor distribuição dos recursos financeiros do país.

⁵ De acordo com o site do Banco Central do Brasil, bancos múltiplos são instituições financeiras privadas ou públicas que realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das seguintes carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito.

Órgãos Normativos	Entidades supervisoras	Operadores			
Conselho Monetário Nacional (CMN)	Banco Central do Brasil (BACEN)	Instituições Financeiras captadoras de depósitos à vista	Bancos de câmbio e demais instituições financeiras	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros	
	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Bolsas de mercadorias e futuros	Bolsas de Valores		
Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)	Superintendência de Seguros Privados (Susep)	Resseguradoras	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização	Entidades abertas de previdência complementar
Conselho de Gestão da previdência Complementar (CGPC)	Secretaria de Previdência Complementar (SPC)-Substituída recentemente pela Previc	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)			

Fonte: Banco Central do Brasil (2012).

Quadro 1-Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

A partir do Quadro 1, serão apresentados os componentes mais expressivos do SFN, sendo que será dada mais ênfase àqueles que possuem ligação direta com o escopo deste trabalho (CMN e CVM e BACEN):

i)- Conselho Monetário Nacional (CMN):

É o órgão deliberativo de maior importância do Sistema Financeiro Brasileiro. Constituído pelo Ministro de Estado da Fazenda (Presidente), pelo Ministro de Estado do Planejamento e do Orçamento, e pelo Presidente do Banco Central do Brasil (BACEN) e instituído pela Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964, seus principais objetivos são:

- Adequar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional, bem como de seu processo de desenvolvimento;
- Regular o valor interno da moeda, de forma a prevenir ou corrigir os surtos inflacionários ou deflacionários tanto de origem interna como externa, e quaisquer outros desequilíbrios provenientes de fenômenos conjunturais;
- Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do país;
- Guiar a aplicação dos recursos das instituições financeiras públicas e privadas;
- Cuidar da liquidez e da solvência das instituições financeiras;

- Instituir as regras gerais das políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

Em função dos objetivos elencados acima, e para garantir a sua execução, o CMN comporta certas atribuições que exercem grande influência no ambiente monetário nacional, a seguir são listadas as mais importantes:

- Aprovar os orçamentos monetários feitos pelo Banco Central do Brasil, através dos quais se calcula a necessidade de moeda e de crédito;
- Disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todos os seus formatos;
- Determinar, sempre que necessário, as taxas de juros, comissões e descontos, de forma a manter taxas favorecidas para financiar atividades importantes ao desenvolvimento econômico do país;
- Definir as taxas de recolhimento compulsório das instituições financeiras;
- Regular o funcionamento e a fiscalização de todas as instituições financeiras que operam no país;

Está previsto, junto ao CMN, o funcionamento de comissões consultivas de normas e organizações do sistema financeiro, de mercado de valores mobiliários e de futuros, de crédito rural, de crédito industrial, de crédito habitacional, para saneamento e infraestrutura urbana, de endividamento público e de política monetária e cambial (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE (2005)).

ii)- Banco Central do Brasil (BACEN):

Foi criado pela Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964, como uma autarquia federal, para operar como órgão executivo central do Sistema Financeiro Nacional. É um órgão que faz a ligação entre o CMN e as demais instituições financeiras existentes no país, logo é de sua responsabilidade cumprir as disposições que regulam o funcionamento do SFN e as normas expedidas pelo Conselho. Atualmente, fazem parte de suas atribuições as seguintes atividades:

- Emitir papel moeda e papel metálico, de acordo com o que foi estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional;
- Executar os serviços de meio circulante;
- Fazer as operações de redesconto e empréstimos às instituições financeiras que operam no país;

- Receber os recolhimentos compulsórios dos bancos comerciais e os depósitos voluntários das instituições financeiras, bancárias e não bancárias que operam no país;
- Controlar a realização dos serviços de compensação de cheques e outros papéis;
- Utilizar, como instrumentos de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais;
- Controlar e fiscalizar todas as formas de crédito;
- Fiscalizar as instituições financeiras, impondo-lhes a penalidade prevista, quando necessário.

Por ser o executor de todas estas funções, o BACEN é considerado, de acordo com Pinheiro (2001), Lagioia (2007) e pela literatura em geral como:

- a) Banco dos bancos: Uma vez que recebe os depósitos compulsórios e executa as operações de redesconto ou empréstimos de liquidez.
- b) Gestor do Sistema Financeiro Nacional: Já que cria normas, faz autorizações, fiscalizações e intervém no Sistema Financeiro Nacional.
- c) Banco Emissor: Porque emite meio circulante e controla o fluxo do mesmo.
- d) Banqueiro do governo: Isso porque financia o Tesouro Nacional, administra a dívida pública interna e externa, além de ser depositário e gestor das reservas internacionais do país.

Antes da criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), era o Banco Central que atuava como organizador, fiscalizador e regulador do mercado de capitais. Aliás, será da CVM que vamos tratar a seguir.

iii)- Comissão de Valores Mobiliários (CVM):

É um órgão que faz parte do subsistema normativo do mercado de valores mobiliários, na qualidade de uma autarquia ligada ao Ministério da Fazenda, foi instituído pela Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976.

Porém, antes de prosseguir na descrição deste órgão, vale à pena esclarecer o que são valores mobiliários. O artigo 2º da lei citada acima (Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976), com alterações feitas pela Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001, define como valores mobiliários:

- As ações, debêntures e bônus de subscrição;
- Os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários;

- Os certificados de depósito de valores mobiliários;
- As cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- As notas comerciais;
- Os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- Outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes.

Após o parêntese acima sobre valores mobiliários, pode-se voltar à discussão sobre a CVM. Segundo Lopes e Rossetti (2002), a Comissão de Valores Mobiliários tem seu foco no desenvolvimento, na disciplina e na regulação do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo Sistema Financeiro e pelo Tesouro Nacional, o que corresponde ao mercado de ações e debêntures, cupões desses títulos e bônus de subscrição, dentre outros. São funções da CVM:

- Garantir, por meio de regulação, o bom funcionamento dos mercados de bolsa e de balcão;
- Orientar, fiscalizar e regulamentar os fundos de investimentos;
- Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores;
- Assegurar o acesso do público à informações sobre os valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido;
- Evitar ou oprimir as várias formas de fraude ou manipulações voltadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- Garantir práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- Promover a expansão e o funcionamento eficiente além de regular do mercado de ações e incentivar as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

E para que possa realizar devidamente as funções acima, o artigo 9º da Lei nº 6.385, garante que a Comissão de Valores Mobiliários terá jurisdição em todo território nacional e no exterior para:

- 1- Examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos;

- 2- Intimar companhias abertas, fundos e sociedades de investimento, auditores independentes, consultores e analistas de valores mobiliários, ou outras que participam do mercado, ou de negócios do mercado, quando houver suspeita fundada de fraude ou manipulação, a prestar informações ou esclarecimentos;
- 3- Requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública;
- 4- Determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas;
- 5- Apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;
- 6- Aplicar aos autores das infrações as penalidades previstas em lei: advertência, multa, suspensão, inabilitação, cassação de autorização ou registro, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

De acordo com Toledo Filho (2006), a CVM tem autoridade para atuar, quando solicitada, em qualquer processo judicial que abranja o mercado de valores mobiliários e o mercado de títulos, prestando desta forma, uma assessoria à Justiça Federal ou Estadual.

Os agentes sujeitos às normas e regulamentação da CVM são aqueles que fazem parte das bolsas de valores, sociedades corretoras e distribuidoras, bancos de investimento, companhias abertas, fundos e sociedades de investimento e carteira de depósito de valores mobiliários. Além dos agentes autônomos de investimento, os auditores independentes, os consultores, os analistas de valores mobiliários e quaisquer outros agentes que tenham participação no mercado.

A Comissão de Valores Mobiliários é gerida por um presidente e quatro diretores, todos nomeados pelo presidente da República. Tais diretores compõem o colegiado da CVM. Como toda a diretoria da comissão é nomeada pelo presidente da República, alguns especialistas no assunto, como Toledo Filho (2006), afirmam que a mesma pode possuir algumas limitações em sua autonomia, como por exemplo, ficar constrangida se for necessário punir com penas rigorosas uma estatal. Porém tal discussão não faz parte do escopo deste trabalho.

Com a apresentação dos três órgãos acima, tem-se, que dentro do Sistema Financeiro Nacional o CMN é quem define as diretrizes de atuação do sistema, o BACEN é quem atua como órgão executor e a CVM é responsável pela regulamentação e fomento do mercado de valores mobiliários (de bolsa e de balcão). É claro que o SFN não é constituído unicamente

por estes órgãos, como fica evidente no Quadro 1, existe ainda mais um órgão normativo e outras entidades supervisoras além do BACEN e da CVM, e todo um subsistema operador formado por instituições financeiras que também são de suma importância para o funcionamento do sistema financeiro do nosso país, mas que não são diretamente ligadas ao escopo deste estudo. Logo serão expostos a seguir de maneira mais sucinta.

Conselho Nacional de Seguros privados (CNSP): Este é mais um órgão normativo responsável por definir as diretrizes e normas da política de seguros privados. Faz parte de suas funções fixar as características principais dos contratos de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro, constituir as diretrizes gerais das operações de resseguro, dentre outras coisas.

Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC): Segundo o site do Ministério da Previdência Social, este é um órgão que cuida das atividades das entidades fechadas de previdência complementar.

Superintendência de Seguros Privados (Susep): É uma entidade supervisora, vinculada ao Ministério da Fazenda, responsável pelo controle e fiscalização dos mercados de seguro, previdência privada aberta e resseguro. Suas principais atividades são: ser executora das políticas definidas pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e proteger a captação de poupança popular que se efetua através das operações de seguro, previdência privada aberta de capitalização e resseguro.

Secretaria de previdência Complementar (SPC): Foi substituída pela PREVIC (Superintendência Nacional de Previdência Complementar), que é uma autarquia ligada ao Ministério da Previdência Social, responsável por fiscalizar as atividades das entidades fechadas de previdência complementar.

Até aqui foram tratados dos elementos do Sistema Financeiro Nacional, necessários para o entendimento da regulação ou da falta da mesma tanto no mercado de balcão como em qualquer outro mercado brasileiro. Porém, no que tange a regulação, ainda se faz necessário aqui apresentar as empresas que prestam serviços especializados às instituições do SFN, de maneira a tornar tal sistema mais forte e evitar ao máximo os riscos sistêmicos. Tais empresas formam um conjunto de serviços consubstanciados em sistemas automatizados que fazem parte do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) e serão muito importantes para o posterior entendimento do sistema de liquidação existente dentro do mercado de balcão e de bolsa.

2.1.1 Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)

De acordo com Triches e Bertoldi (2006), um sistema de pagamentos consiste em um conjunto de regras, instrumentos e procedimentos, que permitem a transferência de recursos financeiros entre agentes não bancários, bancos, governo, instituições financeiras e Banco Central. Tal definição é corroborada pelo Banco Central do Brasil (2009), que afirma que o Sistema de Pagamentos é um conjunto de normas, métodos, instrumentos e sistemas operacionais interligados, por meio dos quais são feitos pagamentos e transferências de fundos financeiros entre diversos agentes econômicos. Sendo que localizado em uma ponta de tal sistema de pagamentos estão os bancos e os instrumentos de pagamento (cheque, cartões de débito e crédito, dinheiro em espécie, etc.) e na outra ponta estão os sistemas de compensação e liquidação das obrigações.

Segundo Brito (2002), o sistema de pagamento é um componente essencial da infraestrutura de qualquer economia de mercado, que dependa da liquidação diária de milhares de transações vindas de compras e vendas de bens, serviços e ativos, sendo assim uma condição importante para um sistema de pagamentos é a certeza de liquidação de pagamentos efetuados por meio de seu sistema de participantes.

O Sistema de Pagamentos Brasileiro, tal qual ele é atualmente é fruto da reforma conduzida pelo Banco Central do Brasil nos anos de 2001 e 2002, que culminou, dentre outras coisas, com a implantação do Sistema de Transferência de Reservas (STR) no dia 22 de abril de 2002. Com este sistema que é operado pelo Banco Central, as liquidações financeiras passaram a ser realizadas em tempo real, o que possibilitou a redução do risco de liquidação e, por conseguinte, do risco sistêmico.

Isso porque o STR é um sistema de permutas interbancárias de fundos, que possui liquidação bruta em tempo real, em que somente o titular da conta a ser efetuado o débito pode dar a ordem de transferência. Tais ordens podem ser dadas pelo próprio participante em seu nome ou por terceiros, em benefício do participante destinatário ou de cliente do participante destinatário, sendo que hoje o limite mínimo é de R\$3 mil por transferência, valor este que foi definido pelos participantes. Estas transferências de fundos aqui em questão são consideradas irrevogáveis e incondicionais, a partir do momento em que são efetivados os lançamentos correspondentes nas contas de liquidação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009).

De acordo com o artigo 4º e 5º da Resolução nº 2.882 de 30 de agosto de 2001, que dispõe sobre o sistema de pagamentos, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação que o integram, o Banco Central atua dentro do SPB com o

objetivo de garantir a solidez, o funcionamento normal e o contínuo aperfeiçoamento de tal sistema. Para tanto o BACEN deve regular as atividades das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, bem como autorizar o funcionamento de seus sistemas, além de supervisionar as suas atividades. Já a Comissão de Valores Mobiliários, de acordo com o artigo 6º da mesma resolução, atua no âmbito das operações com valores mobiliários, também regulando as atividades, autorizando o funcionamento e supervisionando as câmaras, os prestadores de serviços de compensação e de liquidação.

Segundo o parágrafo único da Lei nº 10.214 de 27 de março de 2001 que dispõem sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviço de compensação e de liquidação no ambiente do Sistema de Pagamentos Brasileiro, fazem parte do SPB, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, os seguintes sistemas: i) de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito; ii) de transferência de fundos e de outros ativos financeiros; iii) de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários; iv) de compensação e liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuro; e v) outros, inclusive envolvendo operações com derivativos financeiros cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados.

De acordo com o propósito deste trabalho, o segmento do Sistema de Pagamentos Brasileiro ao qual deve ser dada maior atenção, é o que compreende o Sistema de liquidação de operações com títulos, valores mobiliários, derivativos e câmbio interbancário. Sendo assim, será feita agora uma apresentação sobre tal sistema, visto que este será importante para o entendimento de determinadas estruturas organizacionais que serão posteriormente apresentadas.

O Sistema de liquidação de operações com títulos, valores mobiliários, derivativos e câmbio interbancário pode ser sintetizado pela Figura 1.

Fonte: Banco Central do Brasil (2009).

Figura 1- Sistema de liquidação de operações com títulos, valores mobiliários, derivativos e câmbio interbancário

Serão expostos brevemente os órgãos que fazem parte do sistema demonstrado na Figura 1:

- *Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic)*: responsável pela liquidação das transações que envolvem títulos públicos federais e alguns títulos estaduais e municipais, efetivadas no mercado de balcão. Tal sistema efetua as negociações, primárias e secundárias, envolvendo títulos públicos federais, e as transações de compra ou de venda de certificados de depósito interbancário. Todos os títulos negociados nesse sistema são escriturais e custodiados em nome de seus possuidores (BRITO, 2002).

- *Central de Custódia e Liquidação financeira de Títulos (CETIP)*: é a depositária principal de títulos de renda fixa privados⁶, títulos públicos estaduais e municipais e títulos representativos das dívidas de responsabilidade do Tesouro Nacional. Na categoria de depositária, a entidade executa a emissão, o resgate e a custódia dos títulos, bem como, quando é o caso, o pagamento dos juros e demais eventos a eles relacionados. Ela também registra operações realizadas no mercado de balcão. Vale lembrar que a CETIP não atua como contraparte central. (Posteriormente voltaremos a falar com mais detalhes sobre a CETIP) (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009).

⁶ Certificados de depósito bancário (CDB), Recibos de depósito bancário (RDB), Depósitos Interfinanceiros (DI), letras de câmbio (LC), letras hipotecárias (LH), debêntures e *commercial papers*, entre outros.

-*Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC)*: é responsável pela compensação, liquidação e controle de riscos das operações realizadas do âmbito da BM&FBOVESPA e da SOMA (que serão tratadas posteriormente). No caso da BM&FBOVESPA a CBLC lida com títulos de renda variável (mercados à vista e de derivativos - opções, termo e futuro) e, também, com títulos privados de renda fixa. Já no caso da SOMA, são liquidadas operações com títulos de renda variável (mercados à vista e de opções) e com títulos de renda fixa. A BM&FBOVESPA, por meio do sistema CBLC, atua também como depositária central de ações e de títulos de dívida corporativa, além de operar um programa de empréstimo relacionado a esses títulos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009).

- *Câmara de ativos, câmara de derivativos e câmara de câmbio da BM&FBOVESPA*: A primeira câmara liquida operações com títulos públicos federais e operações contratadas no domínio do Sisbex (plataforma eletrônica de transação operada pela BM&FBOVESPA). Além de operações no mercado de balcão tradicional. Já a segunda liquida contratos de derivativos referenciados em taxas de juros, taxas de câmbio, índices de preços e índices do mercado acionário. E a última câmara liquida transações interbancárias de câmbio realizadas no mercado de balcão da BM&FBOVESPA. As câmaras acima serão mais exploradas na parte deste trabalho que trata propriamente da BM&FBOVESPA.

Logo, como a apresentação anterior, é possível verificar que dentro dos sistemas de liquidação de operações com títulos, valores mobiliários, derivativos e câmbio interbancário cada órgão atua na liquidação de um tipo diferente de título ou de operação, sendo que todos são ligados ao STR que executa todas estas liquidações em tempo real, sob a supervisão do Banco Central do Brasil.

Posto que já foram expostos todos os órgãos normativos e as entidades supervisoras do SFN, bem como seu sistema de pagamentos, ficou faltando comentar sobre os órgãos operadores, que são de suma importância, já que é por meio deles que todas as negociações financeiras da nossa economia acontecem. Porém a exposição de cada órgão, um a um foge do intuito deste trabalho. Na próxima seção deste capítulo alguns deles serão expostos com um pouco mais de detalhe devido à sua ligação com o tema central do estudo.⁷

⁷ Para mais informações sobre os órgãos operadores do Sistema Financeiro Nacional: site do Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/?sfncomp>.

2.2 Mercado de Capitais

Até agora foi apresentada a estrutura do Sistema Financeiro Nacional, que é constituída por instituições e instrumentos financeiros que permitem a transferência de recursos financeiros de um investidor em potencial para um tomador em potencial. Mas apesar de possuir esta estrutura regulatória única, composta por órgãos normativos e operadores, tal sistema é dividido quanto aos tipos e às finalidades das operações de intermediação praticadas, dando origem a quatro tipos de mercado: o mercado de câmbio, constituído por operações de troca de moeda entre agentes autorizados para isso; o mercado monetário onde ocorre transações com títulos de curtíssimo prazo; o mercado de crédito, representado pelas operações de financiamento de curto e médio prazos, voltadas aos ativos permanentes e de capital de giro das empresas e ao crédito direto ao consumidor; e o mercado de capitais constituído pelas bolsas e mercados de balcão organizados e que abrange as operações com valores mobiliários de médio e longo prazo, como debêntures, bônus de subscrição, *commercial papers* e ações (PEROBELLI, 2007).

Percebe-se então, que em cada mercado são realizados diferentes tipos de operações de intermediação financeira, sendo que de mercado para mercado estas operações variam em relação ao prazo e à necessidade que visam atender. Para os objetivos propostos por este estudo, que é tratar sobre o mercado de balcão, é importante que seja melhor estudado o mercado de capitais, já que como salienta CVM (2005, p.5) “o mercado de balcão organizado é um segmento do mercado de capitais brasileiro”.

Segundo Perobelli (2007), o mercado de capitais pode ser descrito como um conjunto de instituições que negociam títulos e valores mobiliários, com a intenção de direcionar os recursos financeiros dos agentes compradores para os agentes vendedores, de modo a garantir liquidez aos títulos de propriedade e de dívida de emissão dos agentes e viabilizar seu processo de capitalização. Para Assaf Neto (2003) o formato no qual está estruturado o mercado de capitais brasileiro foi pensado para prover as necessidades de investimentos dos agentes econômicos, através de diversas modalidades de financiamento com diferentes prazos para capital de giro e capital fixo. Isso porque proporciona a ligação entre os investidores e aqueles que apresentam déficit de investimento.

Logo, o mercado de capitais funciona como um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o objetivo de tornar viável a capitalização das empresas/agentes. O direcionamento de recursos se dá através de operações financeiras que podem acontecer diretamente entre companhias e investidores ou por meio de intermediários financeiros. Tal

definição também é compartilhada pela Comissão de Valores Mobiliários (2005), que considera o mercado de capitais como um conjunto de mercados, instituições e ativos que permitem a troca de recursos financeiros entre tomadores e aplicadores de tais recursos. Sendo que tal troca se torna viável através de operações financeiras diretas, ou seja, entre companhias e investidores ou por meio de operações indiretas, que se dá através de intermediários financeiros. Todas as operações que acontecem dentro do mercado de capitais, bem como seus participantes são controladas pela Comissão de Valores Mobiliários.

De acordo com CVM (2005), o surgimento do mercado de capitais se deu quando o mercado de crédito não era suficiente para atender às necessidades das atividades produtivas, no que tange à garantia de recursos nas condições adequadas em relação a prazos, custos e exigibilidades. Sendo assim, seu surgimento foi importante na contribuição para o desenvolvimento econômico, funcionando como um propulsor de capitais para os investimentos e estimulando a formação de poupança privada. Também para permitir e guiar a estruturação de uma sociedade pluralista, com base na economia de mercado. Isso porque os agentes produtores necessitam de recursos financeiros para viabilizar investimentos produtivos, tais como: construção de novas plantas industriais, inovação tecnológica, expansão da produção, aquisição de insumos ou mesmo o alongamento do prazo de suas dívidas. Por outro lado, os investidores possuem recursos financeiros excedentes, que de alguma forma necessitam ser aplicados de maneira rentável para valorizar-se no decorrer do tempo, de forma a multiplicar o capital do investidor.

A primeira lei a se referir ao mercado de capitais, foi a Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965, a mesma disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento, incumbindo o CMN como seu disciplinador e o Banco Central seu como fiscalizador. Tais atribuições, são para garantir o bom funcionamento do mercado em questão, impedindo que haja ganho indevido dos agentes, proporcionado por informações privilegiadas ou por qualquer tipo de fraude.

Pode-se subdividir o mercado de capitais em dois grandes segmentos: um institucionalizado e outro não institucionalizado. A parte institucionalizada é controlada pelos órgãos de acompanhamento e controle do mercado, sendo que os principais são: o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, como já foi exposto anteriormente, cada um destes órgãos desempenha funções de regulamentação, fiscalização e normalização, que também já foram elencadas (PINHEIRO, 2001).

No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos dos capitais das empresas, ou seja, as ações. Ou aqueles títulos de empréstimos tomados via

mercado por empresas, como são as debêntures e as notas promissórias (*commercial papers*), que comportam a circulação de capital para custear o desenvolvimento da economia. Também são negociados no mercado em questão, os direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e derivativos autorizados às negociações (BM&FBOVESPA, 2010).

Os papéis citados no parágrafo anterior podem ser negociados em dois segmentos do mercado de capitais regulamentado: no mercado primário e no mercado secundário, como será melhor esclarecido a seguir.

No mercado primário a sistemática é a seguinte: já foi abordado anteriormente que os agentes produtores precisam de recursos e os investidores possuem recursos excedentes, sendo que os primeiros têm necessidades financeiras variadas e por outro lado, os investidores podem desejar retornos de curto, médio ou longo prazo. Para tornar compatível o interesse de ambos, existe os intermediários financeiros, que tem a função reunir investidores e produtores, de forma a promover uma alocação eficiente de recursos na economia, satisfazendo as necessidades financeiras de ambas às partes (CVM, 2005).

Os intermediários financeiros agem da seguinte forma: Primeiramente eles informam o agente produtor, sobre a melhor forma do mesmo obter financiamento proveniente de terceiros, se for decidido pelo mercado de capitais, para, por exemplo, a emissão das ações, vários procedimentos administrativos e jurídicos serão necessários para a abertura de capital, sendo que o primeiro é o registro da companhia aberta junto à CVM. Também devem ser considerados os custos envolvidos no processo de abertura de capital. Uma vez obtido o registro de companhia aberta junto à CVM, ela pode emitir, segundo a Lei nº 6.385 de 1978, ações ou representativos de empréstimos tomados via mercado de capitais, como debêntures e notas comerciais (*“commercial papers”*), que nada mais são que os títulos negociados no mercado de capitais, já citados anteriormente (PINHEIRO, 2001).

A partir daí, os valores mobiliários emitidos pela companhia aberta serão oferecidos aos investidores. É esta negociação inicial de títulos ou valores mobiliários que acontece no chamado mercado primário, que pode ter seu arranjo representado pelo seguinte esquema, lembrando que esta estrutura intercalada por intermediários financeiros também é válida no caso de emissões de derivativos:

Fonte: CVM (2005, p.8).

Figura 2- Mercado de Capitais: mercado primário

O mercado primário é onde os títulos são vendidos pela primeira vez ao público (investidores), essa negociação inicial é que proporciona recursos para as companhias. Com tais papéis nas mãos, os investidores podem revendê-los, criando um mercado secundário. Já que após comprar ações o investidor almejará ao final de um período, transformar os seus investimentos feitos em ações, em dinheiro novamente. Logo venderá suas ações no mercado secundário para um próximo comprador que não comprou tais papéis no momento de sua emissão primária (PINHEIRO, 2001).

No mercado secundário, para facilitar as negociações e para evitar que o investidor possuidor das ações, títulos ou derivativos tenha que procurar pessoalmente outro investidor interessado em adquirir tais papéis, foram criadas instituições que tem a função de administrar ambientes seguros, normatizados e centralizados para a negociação destes títulos. De forma a facilitar uma venda mais segura e eficiente de papéis financeiros (CVM, 2005). Além de garantir liquidez, como explica Pinheiro (2001, p.126):

Assim, podemos concluir que a função do “mercado secundário”, onde atuam as bolsas de valores, é dar liquidez ao investidor possibilitando que, no momento que realizar uma operação de venda, exista o comprador e vice-versa o que viabilizará o crescimento do “mercado primário”, e a conseqüente capitalização das empresas via mercado de ações.

A Figura 3 é uma forma simples de representar o mercado secundário, ela mostra a negociação de um detentor de um título, uma ação ou um derivativo, com um investidor interessado na compra destes papéis. Sendo que tal transação é conduzida por um

intermediário financeiro, já que por meio deste se torna muito mais fácil encontrar uma contraparte para a negociação.

Fonte: CVM (2005, p.10).

Figura 3- Mercado de Capitais: mercado secundário

Para CVM (2005) a diferença entre o mercado primário e o secundário, é que o primeiro é caracterizado pelo encaixe de recursos na empresa, já o segundo pela transação entre compradores e vendedores de ações/títulos/derivativos, sendo que nestas últimas não acontece alteração financeira na empresa. Tais diferenças entre os dois mercados acima, também são compartilhadas pela BM&FBOVESPA (2010), que define o mercado primário como o mercado em que são lançadas novas ações como forma de captação de recursos para as empresas. E a partir deste lançamento inicial, é que as ações passam a ser transacionadas no mercado secundário que é o local onde ocorre a troca de propriedade de título. Com isso, tem-se que no mercado primário, quem vende as ações para se financiar são as companhias. Já no mercado secundário, quem vende as ações é o investidor, que busca reaver o dinheiro investido na ação, logo os negócios realizados dentro das bolsas (tanto de valores como a de mercadorias e futuros) e dentro do mercado de balcão organizado, correspondem ao mercado secundário, e incluem-se na parte institucionalizada do mercado de capitais (BM&FBOVESPA/perguntas mais frequentes, 2012).

De acordo com o que foi visto acima, é a CVM que exerce a função de regulamentação do mercado de capitais, sendo assim, para que se possa atuar dentro do segmento institucionalizado deste mercado, deve-se obter a autorização da referida Comissão.

De acordo com o artigo 17 da Lei nº 6.385, operam sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários 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. Ficando a cargo de cada uma destas instituições, a fiscalização de seus respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas. Logo elas também atuam como órgãos auxiliares da CVM.

Todos os órgãos citados acima, nada mais são do que os órgãos operadores do Sistema Financeiro Nacional. Para que se possa ter um entendimento maior de como funciona um órgão que atua dentro do segmento institucionalizado do mercado de capital, e também para que se possa entender um pouco melhor o funcionamento do mercado secundário de capitais, será exposta a estrutura das bolsas no Brasil, tanto da de valores, quanto da bolsa de mercadorias e futuros, apenas a título de possibilitar uma compreensão melhor do mercado de capitais como um todo, uma vez que o foco central deste trabalho não está nas bolsas. E a apresentação do mercado de balcão organizado será feita no próximo capítulo.

Antes, porém, é importante salientar que o artigo 65º da Instrução nº461 da CVM, de 23 de outubro de 2007, considera mercados de bolsa aqueles que:

i)- Funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação⁸ e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; ou

ii)- Permitem a execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte um formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, desde que: a) a atuação do formador de mercado seja normatizada pela bolsa, nos termos da regulamentação específica da CVM para formadores de mercado, e fiscalizada pelo Departamento de Auto-Regulação; b) a regulação da bolsa preveja limites máximos para a diferença entre os preços de compra e de venda ofertados pelo formador de mercado; e c) seja admitida a interferência de outras pessoas autorizadas a operar no intervalo entre as ofertas de compra e de venda, desde que para a quantidade total daquele negócio.

⁸ De acordo com o parágrafo único do artigo nº 65 da Instrução nº461 da CVM, sistema centralizado e multilateral de negociação é aquele em que todas as ofertas referentes a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um único canal de transação, ficando expostas a aceitação e a concorrência por todas as partes autorizadas a realizar negócio no sistema.

2.2.1 Bolsa de Valores

A primeira legislação brasileira referente à Bolsa de Valores foi dada pelo Decreto-Lei nº 1.344 de 1939, que regulamentou todas as bolsas de valores do país, porém, o mesmo continuou permitindo que os governos estaduais se mantivessem na administração de tais bolsas, da mesma forma como acontecia antes do decreto, tanto que a Bolsa de Valores de São Paulo e do Rio de Janeiro foram regulamentadas pelos seus respectivos governos. Somente com a Lei nº 4.595 (Reforma Bancária) de 1934 e com a Lei nº 4.728 (sobre o mercado de capitais) de 1965, é que todas as bolsas do país foram regulamentadas pelo governo federal (GOMES, 1997).

A definição legal mais recente sobre bolsas de valores no Brasil está contida na seção I, artigo 1º da Resolução nº 2.690 de 28 de janeiro de 2000, que deixa claro que as bolsas de valores poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônimas, tendo como objetivo social manter um local ou um sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários, estabelecendo sistemas de negociações que propiciem continuidade de preços e liquidez no mercado de títulos e/ou valores mobiliários, efetuando o registro das operações. Além de preservar elevados 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, de forma a fiscalizar sua observância e a aplicar penalidades aos infratores.

Pinheiro (2001) salienta que as principais características das bolsas de valores são: i)- elas proporcionam um ambiente de livre concorrência onde nenhum agente tem informações ou posições privilegiadas em relação aos outros, uma vez que possuem um número suficientemente alto de instituições e clientes; ii)- todos os produtos financeiros negociados na bolsa são padronizados, ou seja, são homogêneos, o que acaba facilitando as negociações; iii)- os preços são fixados de maneira transparente, o que garante segurança e credibilidade.

Pode-se dizer que a bolsa de valores é um ambiente físico ou eletrônico, no qual atuam instituições financeiras e sociedades corretoras ou distribuidoras, autorizadas a funcionar pela CVM. Elas operam em nome de seus clientes, comprando e vendendo ações, debêntures e outros títulos e valores mobiliários lançados por companhias de capital aberto. Tal ambiente é muito bem regulamentado, como já foi mostrado, de forma a garantir liquidez e transparência às negociações, permitindo assim que as transações do mercado de capitais secundário aconteçam sem maiores problemas.

2.2.2 Bolsa de Mercadorias e Futuros

Segundo Becerra (2007), os mercados futuros têm sua origem baseada na necessidade de transferência dos riscos ligados à produção e a comercialização de produtos agrícolas. Para este autor a consagração do mercado futuro aconteceu no século XVII, no Japão com os “Recibos de arroz de Dojima”, que eram emitidos sobre as mercadorias depositadas nas cidades de Tóquio e de Osaka, que eram os principais centros de distribuição de arroz do país. O mercado de arroz escritural japonês, negociado exclusivamente no futuro, apresentava muitas características em comum com o mercado futuro agrícola que existe atualmente.

De acordo com o site do Banco Central do Brasil as bolsas de mercadorias e futuros são associações privadas civis, que tem a finalidade de realizar o registro, a compensação e a liquidação (tanto física quanto financeira), das negociações efetuadas em pregão ou em sistema eletrônico. Para tal fim, devem desenvolver preparar e operacionalizar um mercado de derivativos livre e transparente, de forma a proporcionar aos agentes econômicos a oportunidade de executarem operações de *hedge* (proteção).

A operação de *hedge* tem a função de proteger o agente das flutuações de preço das *commodities* agropecuárias, taxas de juros, índices, moedas e metais, bem como de qualquer instrumento ou variável macroeconômica cuja incerteza de preço no futuro possa influenciar negativamente suas atividades.

Pode-se dizer então, que uma bolsa de mercadorias e futuros organiza mercados abertos/livres para a negociação de títulos e contratos que tenham como base de referência índices, taxas, *commodities* ou moedas, para liquidação futura.

Neste ponto, cabe deixar clara a definição do que é uma *commodity*. De acordo com Kaldor (1939:3) *apud* Pereira (2009), *commodities* são mercadorias que possuem características específicas como ser padronizada, ou seja, apresentar pouquíssima variação, de forma a ser classificada em poucas classes; ser pouco perecível, logo não deve perder o valor com a passagem do tempo; ter ampla escala de consumo; ter oferta e demanda suficiente e proporcional; dentre outras. Dada as características listadas, a maioria das *commodities* são agrícolas, mas também existem as *commodities* minerais como o ouro, o petróleo e o minério de ferro, as financeiras como o dólar, as ambientais como a água e os créditos de carbono, dentre outros tipos. Mas por muitos anos as referências para as bolsas de mercadorias e futuros foram as *commodities* agrícolas. Já que apenas na década de 70, devido à volatilidade na taxa de juros e na taxa de câmbio é que começaram a ser introduzidos contratos referenciados em ativos financeiros (PEREIRA, 2009).

Como o que se negocia nos mercados futuros são riscos de preço, seus principais usuários são classificados em duas categorias: Os *hedgers* (palavra em inglês que se refere àquele que se protege), estes agentes entram no mercado para se protegerem de oscilações inesperadas de preços de produtos ou ativos, que possuem ou que irão adquirir no mercado físico. E os especuladores, que não possuem nenhum ativo ou produto, eles apenas negociam as tendências de preços, buscando obter vantagens.

Os contratos nas bolsas de mercadorias e futuros são padronizados, eles especificam o padrão de qualidade, as quantidades negociadas por contrato, os pontos específicos para entrega (no caso de liquidação física), bem como as datas para entrega futura. A uniformização dos contratos traz muitos benefícios para os agentes que o negociam, isso porque quando o contrato negociado é padronizado, os preços das *commodities* envolvidas se tornam públicos e mais confiáveis. E as variações destes preços, devido à diferença de qualidade da *commodity*, deixam de ser um problema, de forma que tanto o comprador quanto o vendedor no momento da realização do negócio, tem condições de analisar se o preço a pagar e a receber é o mais justo (ZANELLA et al., 2012).⁹

O fato dos contratos serem padronizados permite que qualquer participante do mercado encerre seus negócios apenas invertendo sua posição, como por exemplo, se o produtor vendeu um contrato de soja, para encerrar o negócio, ele pode a qualquer momento comprar um contrato da mesma mercadoria. É essa possibilidade que permite especuladores participem deste mercado (BECERRA, 2007).

Funcionando juntamente com cada bolsa de mercadoria e futuro, existe uma *clearing house*, que é uma câmara de registro, liquidação e compensação, integrante do Sistema de Pagamentos Brasileiro e responsável pelo registro das operações efetuadas, pelo monitoramento e controle do progresso das posições em aberto, pela compensação financeira dos fluxos de pagamento, pela liquidação física ou financeira dos contratos e pela gerência das garantias financeiras exigidas dos agentes que entram na bolsa. Graças a este sistema, se uma das partes falhar com suas obrigações, a outra parte não será prejudicada, pois terá o respaldo da *clearing*, que assumirá a obrigação financeira da parte faltante.¹⁰

Apesar das exposições sobre a bolsa de valores e a bolsa de mercadorias e futuros terem sido breves, é possível perceber que estas instituições são bem estruturadas e regulamentadas pelos órgãos e instituições existentes no Sistema Financeiro Nacional, de forma a proteger os agentes que nelas negociam seus títulos, ações, ou outros ativos.

⁹ No capítulo cinco este assunto será tratado com mais detalhes.

¹⁰ Este assunto também será abordado com mais detalhes no capítulo cinco deste trabalho.

2.2.3 BM&FBOVESPA

Até agora, foram expostas duas instituições (bolsa de valores e bolsa de mercadorias e futuros) que fazem parte do segmento normatizado do mercado de capitais. Porém todos os pontos foram destacados de forma genérica, sem fazer relação com nenhuma bolsa específica atuante no país. Sendo assim, será apresentada agora a principal bolsa brasileira, a BM&FBOVESPA, que além de ser uma bolsa de valores também é uma bolsa de mercadorias e futuros.

A BM&FBOVESPA- Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A. é uma companhia brasileira de capital aberto criada em 2008, fruto da fusão de duas bolsas, a Bovespa que era segundo Cavalcante, Misumi e Rudge (2005) o maior centro de negociações com ações da América Latina. Nela, eram negociadas ações, opções sobre ações, direitos e dividendos sobre ações, bônus de subscrição e cotas de fundos. E a BM&F que era uma bolsa de mercadorias e futuros, onde eram transacionados contratos futuros e opções de dólar, ouro, taxas de juros, índice de ações e *commodities* agrícolas. Ela era a principal bolsa do país em negociações de derivativos e a única bolsa de futuros atuante (BM&FBOVESPA, 2012).

Mesmo com a fusão das duas bolsas, internamente na BM&FBOVESPA funcionam de forma separada os dois segmentos acima. Como é deixado claro no relatório do ano de 2011 da BM&FBOVESPA, que mostra que o segmento Bovespa abrange as etapas dos ciclos de negociação de valores mobiliários, de títulos, de renda variável e de renda fixa, nos mercados de bolsa e Mercado de Balcão Organizado (MBO). Isto porque a BM&FBOVESPA gerencia os únicos ambientes de balcão organizado e de bolsa nacionais para a transação de valores mobiliários de renda variável, os quais compreendem ações, recibos de ações, certificados de depósito sobre ações de empresas brasileiras ou estrangeiras (BDR - Brazilian Depository Receipts), bônus de subscrição, cotas de diferentes tipos de fundos de investimentos fechados, derivativos sobre ações, cotas representativas de certificados de investimento audiovisual, opções não padronizadas (*warrants*) de compra e de venda sobre valores mobiliários, e outros títulos e valores mobiliários autorizados pela CVM.

Já o Segmento BM&F abrange as principais etapas dos ciclos de negociação e liquidação de títulos e contratos, que são: (i) sistemas de transação em ambientes de pregão eletrônico e pregão via internet (WebTrading); (ii) sistemas de registro, compensação e liquidação de operações, associados à forte e sofisticado sistema de gerenciamento de risco designado a assegurar a boa liquidação das operações registradas; e (iii) sistemas de custódia de títulos do agronegócio, de ouro e de outros ativos. Além disso, o segmento aqui em questão

inclui a negociação de mercadorias, de câmbio pronto, de ativos da dívida pública, dos serviços prestados pelo Banco BM&F e pela Bolsa Brasileira de Mercadorias (BM&FBOVESPA, 2011b).

De acordo com o site da própria bolsa, a BM&FBOVESPA tem como objetivo administrar mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos de derivativos, além de oferecer o serviço de registro, liquidação e compensação, atuando como contraparte central, de forma a garantir a liquidação financeira das transações realizadas em seus ambientes.

Atuam dentro do ambiente da BM&FBOVESPA as seguintes empresas: i)- BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados que atuam como órgão auxiliar da CVM no que tange à observância da regulação dos mercados da Bolsa; ii)- Bolsa Brasileira de Mercadorias que tem a função de registrar e liquidar as operações que envolvem mercadorias, bens e serviços para a entrega física, bem como dos títulos representativos desses produtos, tanto nos mercados primários como nos secundários e nas modalidades à vista, a termo e de opções; iii)- o Banco BM&F que foi criado em 2004 para facilitar a compensação e a liquidação financeira das operações feitas em seu ambiente de negociação e funcionar como mecanismo fundamental de diminuição de risco e de suporte operacional; iv)- a *BM&F USA Inc.* que é uma subsidiária integral, situada na cidade de Nova York (EUA), com um escritório de representação em Xangai e uma subsidiária integral em Londres, seu objetivo é representar a BM&FBOVESPA no exterior, buscando um bom relacionamento com outras bolsas e agentes reguladores; e v)- as *clearings* (câmaras de compensação) de ações, derivativos, câmbio e títulos públicos que já foram apresentadas anteriormente, mas vale acrescentar que elas possuem uma forte estrutura de regulação e supervisão, baseada na autorregulação das bolsas, na avaliação e na supervisão constante dos modelos de risco e de liquidação cumpridas pelo Banco Central do Brasil, e na supervisão dos mercados de valores mobiliários realizada pela CVM (BM&FBOVESPA, 2011).

Ainda falando das *clearings*, é por meio delas que a Bolsa atua como contraparte central garantidora das operações, ficando responsável pela boa liquidação das transações realizadas e registradas dentro de seu sistema. Logo, se um agente participante da bolsa não cumprir com suas obrigações, como por exemplo, não realizar pagamentos ou não entregar ativos, ficará a cargo da BM&FBOVESPA acionar os mecanismos de salvaguardas, de acordo com a legislação do SPB já apresentada. (BM&FBOVESPA, 2011). De acordo com Leuthold et al.(1989, p.37) apud Gonzalez (1999), a *clearing house* tem a responsabilidade de i)- fazer

a compensação das transações ocorridas; ii)- garantir a integridade financeira das transações; e iii)- propiciar os meios para liquidação física (quando for o caso).

A BM&FBOVESPA também possui desde 2008 uma parceria com a CME Group, que inclui entre outros, o projeto de um sistema de roteamento de ordem entre as duas bolsas, que permite que clientes não residentes no Brasil possam ter acesso direto aos produtos da bolsa brasileira e que clientes domiciliados do Brasil possam acessar diretamente produtos do CME Group. Inicialmente este roteamento era feito por meio da plataforma eletrônica Global Trading System (GTS) e as negociações eram feitas somente no mercado de derivativos. Atualmente esta em andamento o processo de implantação o PUMA Trading System CME Group e BM&FBOVESPA que substituirá o GTS e que desde agosto de 2011 já processa negócios nos mercados de derivativos, *commodities* e câmbio pronto. Tal roteamento de ordens é muito benéfico para a bolsa brasileira, uma vez que traz mais liquidez, proporciona uma maior internacionalização e ainda reduz custos (BM&FBOVESPA, 2012).

E a ligação da bolsa brasileira com a CME Group não se restringe a parceria citada acima, de acordo com Thomson Reuters Brasil (2012) as duas bolsas divulgaram um acordo para a listagem cruzada de índices de referência globais e de contratos de *commodities* e de energia, aumentando a oferta de produtos para investidores brasileiros e estrangeiros. Este acordo prevê que a BM&FBOVESPA lance em bolsas pertencentes ao grupo CME, contratos futuros de petróleo WTI, e mini-contratos de soja da bolsa, sendo que este último já teve sua negociação iniciada no dia 11 de junho de 2012.

E mais recentemente, Bovespa [...] (2012), informou que a BM&FBOVESPA assinou um acordo estratégico de operação conjunta com a bolsa do Chile, visando o roteamento de ordens entre as duas bolsas, nos moldes de como a BM&FBOVESPA faz com a CME. A intenção da bolsa chilena com este acordo é desenvolver seu mercado de derivativos que atualmente tem pouco volume, também há interesse no desenvolvimento de produtos para o mercado de balcão.

Segundo o relatório da própria bolsa, o volume financeiro total no segmento Bovespa chegou a R\$1,61 trilhões em 2011, ultrapassando a marca de R\$1,60 trilhões, alcançada em 2010. Ainda dentro do segmento Bovespa o número total de negócios atingiu o número de 141.229.649 em 2011. Já no segmento BM&F foram negociados 671.979.899 contratos em 2011, o que gerou um volume financeiro R\$46,50 trilhões.

Considerando a abordagem realizada acima, que explorou os principais pontos da parte regulamentada do mercado de capitais e que trouxe uma maior compreensão sobre as bolsas de valores e de mercadorias e futuros, além de uma exposição sobre a

BM&FBOVESPA, pode-se compreender um pouco da estrutura de funcionamento de tal mercado. Os próximos capítulos terão como tema principal o mercado de balcão, que também faz parte do mercado de capitais apresentado por esta seção, bem como sua divisão em organizado e não organizado.

3 O MERCADO DE BALCÃO ORGANIZADO BRASILEIRO

Este capítulo trata das características, da organização e da estrutura de funcionamento do mercado de balcão organizado brasileiro. Procurar-se-á com tal exposição, deixar clara todas as definições e peculiaridades que existem dentro deste mercado, de forma a identificar os tipos de agentes e instituições que atuam dentro de tal ambiente, bem como os papéis que nele são comercializados. Para tanto, inicialmente será apresentada uma definição geral do mercado de balcão propriamente dito e posteriormente tratar-se-á do segmento organizado de tal ambiente financeiro.

3.1 O mercado de balcão

Nesta seção serão expostas as características gerais do mercado de balcão e os principais negócios realizados dentro dele.

Partindo de uma aceção mais ampla do mercado de balcão, tem-se que ANDIMA (2006), seguindo a literatura internacional, define como negócios realizados em balcão aqueles que não abrangem uma bolsa, sendo que os participantes negociam de forma direta entre si, utilizando-se de sistemas eletrônicos ou de telefone. E devido a sua própria formação, o mercado de balcão é pouco pulverizado e composto por instituições financeiras, investidores e especialistas.

Ou seja, de forma mais ampla, pode-se dizer que as transações dentro do mercado de balcão acontecem diretamente entre as partes, ou também podem acontecer por meio de instituições financeiras, porém de uma forma ou de outra estas negociações são realizadas fora das bolsas. Ainda no que tange as operações que são realizadas dentro deste mercado, somente os seus participantes conhecem os termos dos contratos, que são elaborados de maneira a satisfazer as necessidades específicas de ambas às partes do acordo. Devido a tal heterogeneidade, as transações no mercado em questão não são tão sujeitas a regulação e a fiscalização, quanto as que acontecem dentro das bolsas. Além disso, os contratos firmados no ambiente de balcão são muito mais difíceis de serem revendidos, uma vez que não são padronizados.

O termo “mercado de balcão” vem do termo em inglês *over-the-counter market*, que traduzindo ao pé da letra significa mercado sobre o balcão, que faz alusão á época em que os negócios eram realizados pessoalmente entre as duas partes interessadas. Hoje em dia tanto nos Estados Unidos, como no Brasil ou em qualquer outra parte do mundo as maneiras de se negociar evoluíram, e as transações são efetuadas via telefone ou sistema eletrônico, como já foi citado acima (NOCE, 1973).

No mercado de balcão podem ser realizadas operações de compra e venda de títulos, valores mobiliários, *commodities*, contratos de liquidação futura, dentre outros. Segundo Pinheiro (2001), as principais características deste mercado são: i)- inexistência de um local físico de negociação de forma a centralizar os negócios; ii)- as operações que acontecem neste mercado influenciam muito pouco as negociações posteriores, no que diz respeito ao preço, isto porque não há uma divulgação geral das transações efetuadas, da forma como ocorre nas bolsas; iii)- nem as operações, nem os participantes são homogêneos; iv)- em relação às negociações específicas com ações, este mercado serve como uma espécie de vestibular para que empresas novas ou de pequeno porte ingressem nas bolsas de valores. Uma vez que ela primeiro coloca seus papéis ao público no mercado de balcão, para depois passar a fazer o mesmo na bolsa de valores.

De forma complementar, ANDIMA (2006) também cita algumas características do mercado de balcão como a fragmentação existente no mesmo devido ao fato das negociações não serem centralizadas nem no ambiente físico e nem no eletrônico e à diversidade de sistemas utilizados para a realização nos negócios. Além da falta de informações amplas e acessíveis para a construção de um parâmetro para os negócios, devido à concentração de liquidez e a distribuição dos agentes no mercado.

Fica evidente então, que o mercado de balcão é conhecido de uma maneira em geral, como um mercado menos regulamentado, que uma bolsa. Porém este mercado pode ser dividido em dois segmentos: o mercado de balcão não organizado e o mercado de balcão organizado.

3.2 O mercado de balcão: segmento organizado

De acordo com CVM (2005), tem-se que o mercado de balcão organizado é gerido por instituições auto-reguladoras que oferecem sistemas informatizados e normas para a transação de títulos e valores mobiliários. Sendo o mesmo, muitas vezes organizado como um sistema eletrônico de operação por terminais, que faz a ligação entre as instituições credenciadas em todo o Brasil, processando ordens de compra e venda e fechando negócios eletronicamente, sem a necessidade da existência de um lugar físico em comum para a ocorrência das negociações e dos fechamentos de contratos.

Neste estudo a definição de mercado de balcão organizado será pautada na aceção do artigo 3º e do parágrafo primeiro e segundo, da Instrução nº461 da CVM de 23 de outubro de 2007, que consideram mercado organizado de valores mobiliários, o espaço físico ou o sistema eletrônico destinado à negociação ou ao registro de operações com valores

mobiliários, por um conjunto determinado de agentes autorizados a operar, que atuam por conta própria ou para terceiros. Sendo que os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros e os mercados de balcão organizado. E eles devem ser administrados por entidades autorizadas pela CVM. Além do artigo 9º da mesma Instrução que diz que os mercados organizados de valores mobiliários são obrigatoriamente estruturados, mantidos e fiscalizados por órgão administradores autorizados pela CVM.

No Brasil, segundo Cavalcante, Misumi, e Rudge (2005) o modelo de mercado de balcão organizado de ações foi inspirado na estrutura de balcão organizado norte-americano, chamada de NASDAQ (National Association for Securities Dealers Automated Quotation), que hoje é considerada como a maior estrutura de negociação eletrônica do mundo. Na subseção a seguir será apresentado um pouco da história e da evolução deste ambiente de balcão organizado, que teve sua origem nas mudanças ocorridas no período pós- crise de 1929 e que desde então não parou de evoluir.

3.2.1 O mercado de balcão organizado de ações norte-americano

Segundo Noce (1973), o ponto inicial para o surgimento do mercado de balcão organizado norte-americano, foi a Grande Crise de 1929, na qual o valor das ações da bolsa de valores de Nova Iorque, a New York Stock Exchange, sofreu uma queda brusca, fazendo com que milhares de acionistas perdessem muito dinheiro da noite para o dia. Tal crise chamou a atenção do governo para as bolsas de valores, que na época estavam sujeitas à praticamente nenhuma lei de âmbito estadual ou federal. A partir de então, o governo estadunidense passou a dar mais atenção ao mercado de capitais, tanto que na década posterior, várias leis foram criadas com a intenção de dar mais disciplina ao setor financeiro como a Lei de Títulos de 1933, a Lei das Bolsas de 1934 e dentre elas a Lei Maloney de 1938, que culminou no primeiro mercado de balcão organizado do país.

A Lei Maloney atribuía a responsabilidade de regulação do mercado de balcão às associações nacionais de títulos, formadas por corretores e *dealers*¹¹, sendo que elas deveriam obter registro junto a Securities and Exchange Commission (SEC)¹². Com isso estas associações teriam poderes para negar a admissão ou afastar do seu círculo quaisquer corretores ou *dealers*, sempre que isso fosse imposto pelo interesse público, e também

¹¹ Espécie de market-maker, ou seja, criador de mercado.

¹² A missão do SEC é proteger os investidores, manter os mercados justos, ordenados e eficientes e facilitar a formação de capital. (< <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> >) Suas funções são similares às funções da CVM no Brasil.

estariam aptas a aplicar penalidades, como expulsão, suspensão, multa e censura de seus membros, bem como a promover um sistema crível de divulgação das cotações dos títulos negociados no mercado de balcão. Foi desta forma que a Lei Maloney deu origem ao primeiro mercado de balcão organizado de ações norte-americano, posto que a única associação que despontou com a capacidade de atender os objetivos desta lei, foi a NASD (National Association of Securities Dealers), que desde 1939 vinha sendo a força auto-reguladora do mercado de balcão de ações e títulos norte - americano e de seus respectivos participantes. A partir de então a NASD passou a ter poderes dentro de tal mercado, semelhantes aos exercidos por uma bolsa de valores sobre seus participantes e sobre as negociações. Os benefícios trazidos na época pela NASD no crescimento e na ativação do mercado de balcão foram rapidamente notados, uma vez que seu surgimento trouxe mais organização, confiabilidade e lisura para o ambiente de balcão de ações e títulos (NOCE, 1973).

Ainda de acordo com Noce (1973) a NASD possuía inicialmente quatro objetivos principais, por meio dos quais ela visava garantir a auto-regulação do sistema. Tais objetivos eram os seguintes i)- promover por meio de esforços de cooperação a banca de investimento e negócios com títulos, com a finalidade de criar um padrão de princípios e práticas, de forma a obter altos padrões de honorabilidade comercial; ii)- garantir um meio que possibilite seus membros de conferenciar, consultar e cooperar com o governo e outras agências na solução de problemas que afetem investidores, público, banca de investimento e negócios com títulos; iii)- seguir, administrar e aplicar normas de ética e normas de prevenção contra atos e práticas fraudulentos e de manipulação e de forma geral, promover princípios de negociação justos para proteger os investidores; iv)- evitar desentendimentos entre o público e membros e entre membros.

No decorrer dos anos com o aumento das transações no mercado de balcão, proporcionado pela NASD, esta última passou a não mais ficar restrita a policiar o mercado, apontando as irregularidades do mesmo, que era basicamente sua função inicial. Isso porque, as ordens de compra e venda apresentavam um patamar crescente que não era compatível com o sistema de comunicação telefônica que era usado até então para fechar os negócios. Diante de tal situação, a NASD foi em busca de um sistema que preservasse o mercado de balcão, mas que conseguisse interligar nacionalmente todas as ofertas de compra e venda que estavam surgindo. E foi com este fim, que em 8 de fevereiro de 1971, após longos anos de estudos em conjunto com a Bunker Ramo Corporation¹³, que o sistema chamado de NASDAQ (Nacional

¹³ Empresa de processamentos de dados.

Association of Securities Dealers Automated Quotation System) começou a funcionar, como uma companhia subsidiária da NASD, divulgando em tempo real cotações para aproximadamente 2500 títulos negociados no mercado OTC, por meio de inúmeros terminais de computadores espalhados pelas corretoras de todos os Estados Unidos (NASDAQ OMX, 2012).

De acordo com Simms (1999) a missão da NASDAQ era facilitar a formação de capital do setor público e do setor privado, operando e regulando de forma eficiente e justa o mercado de balcão, de forma a beneficiar e proteger o investidor. Realmente este novo sistema eletrônico trouxe mais agilidade ao processo de negociação, uma vez que em uma única tela era possível visualizar ofertas de compra e de venda, o que garantia uma maior segurança e eficiência na hora de fechar um negócio. Mas este foi apenas o embrião de um sistema que de tempos em tempos apresentava uma evolução, em 1980 a NASDAQ começou a divulgar em seus terminais as melhores ofertas de venda e de compra de cada ativo, o que agregou uma eficiência ainda maior ao sistema. Já em 1997, por determinação da Securities and Exchange Commission (SEC), foi implantado na NASDAQ o sistema de ordens, em que os participantes podiam definir a quantidade de ativos que desejavam comprar ou vender e a que preço. Sendo assim a NASDAQ passou a funcionar tanto no sistema de cotações quanto no sistema de ordens.

Segundo seu próprio site, em 2006 a NASDAQ completou sua separação da NASD e começou a operar como uma bolsa de valores nacional. Já em 2007 a NASDAQ se uniu ao poderoso grupo escandinavo OMX, passando-se a se chamar NASDAQ OMX Group. Atualmente a NASDAQ OMX opera em vinte e quatro mercados, possui cinco câmaras de compensação, o que a torna a maior companhia de troca do mundo. Dos vinte e quatro mercados em que ela opera, em dezoito são negociadas ações comerciais, nos outros seis são negociadas opções, derivativos, renda fixa e *commodities*. Ao todo são listadas na NASDAQ OMX mais de três mil e duzentas companhias, dentre estas de acordo com Akin (2010), várias empresas que possuem valor de mercado acima de US\$200 bilhões, como por exemplo, a Apple, Exxon Mobil, Microsoft e Procter&Gamble. Diariamente são feitos na NASDAQ OMX mais de 1,8 milhões de negócios, sendo que seu sistema tem a capacidade de processar um bilhão de mensagens diariamente. Além disso, toda a atuação da NASDAQ OMX não se restringe ao mercado norte americano, tal bolsa também atua na Europa, nas seguintes cidades: Copenhagen (Dinamarca), Helsinki (Finlândia), Estocolmo (Suécia) e na Islândia, constituindo a NASDAQ OMX Nórdica. Ainda na Europa, também existe a NASDAQ OMX Báltica, formada pela presença da NASDAQ em Tallin (Estônia), Riga (Letônia) e Vilnius

(Lituânia). As transações entre a NASDAQ OMX Nórdica e Báltica se referem a títulos, produtos estruturados, bem como negociações e compensações de derivativos, revenda e recompra.

Ainda segundo informações do próprio site do grupo, eles também trabalham com *commodities*, através do segmento denominado NASDAQ OMX *Commodities*, que opera como a maior do mundo em derivativos de câmbio e como uma das maiores em trocas de carbono da Europa. O grupo também conta com a N2EX atua como um mercado para contratos de energia física no Reino Unido.

Por fim, a NASDAQ OMX também se dedica a elaboração de índices, hoje ela calcula por volta de dois mil índices, que fornecem informações para todas as classes de ativos, países e setores. Tais índices são referência de mercado e podem ajudar nas estratégias de investimento dos agentes.

Logo, com um pouco da história e da evolução do mercado de balcão organizado de ações e de títulos dos Estados Unidos apresentado acima, compreende-se o quão bem sucedido foi a implantação do sistema de cotações eletrônicas no país, e o quanto o mesmo se desenvolveu com o passar dos anos. Desta maneira, pode-se passar agora para a análise do primeiro mercado de balcão organizado do Brasil, já que foi mostrado acima um pouco da estrutura que lhe serviu de inspiração.

3.2.2 O primeiro mercado de balcão organizado do Brasil

O funcionamento do mercado de balcão organizado no Brasil foi regulamentado pela Instrução nº243 da CVM, de 1º de março de 1996. Que cumpria a função de disciplinar o funcionamento de tal ambiente de negociação no país. Para tanto, tal instrução diz em seu artigo 2º, que as entidades dentro do mercado de balcão organizado deverão funcionar sob a supervisão e fiscalização da CVM, dependendo desta forma para o início de suas operações, de autorização prévia da mesma, requerida mediante apresentação de determinados documentos e informações.

Para que as entidades possam atuar dentro do mercado de balcão organizado brasileiro, de acordo com o artigo 1º da instrução nº243, elas devem ser constituídas como sociedade civil ou comercial, e visar os seguintes objetivos: i)- manter um sistema adequado à realização de operações de compra e venda, em mercado livre e aberto, constituído e fiscalizado pela própria entidade, por intermediários, participantes e pelas autoridades competentes; ii)- prover de forma permanente, o referido sistema de todos os meios necessários a eficiente realização e visibilidade das operações; iii)- efetuar o registro das

operações; iv)- constituir sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado; e v)- divulgar as operações realizadas com rapidez, amplitude e detalhes, dentre outras coisas.

Como foi apresentado acima, os intermediários, dentre outros agentes, constituem e fiscalizam o mercado de balcão organizado. Podemos caracterizar os intermediários como um dos principais agentes atuantes no mercado de balcão organizado, eles se inserem dentro de tal ambiente com a função de executar e liquidar de forma adequada as ordens de seus clientes, ou seja, dos investidores. Os intermediários devem informar seus clientes sobre as normas de operações e todos os outros detalhes vigentes no mercado aqui em questão, como já foi evidenciado na parte que tratou da divisão do mercado de capitais em primário e secundário.

Ainda no que tange aos agentes atuantes do mercado de balcão organizado, podemos citar os *market makers*, ou seja, os formadores de mercado, uma vez que as entidades administradoras do mercado de balcão organizado podem permitir a entrada destes agentes. Quando a entrada do *market maker* (que também é um agente intermediário) é permitida, a intenção é garantir a liquidez de determinado título, ou seja, garantir que este determinado título seja negociado, quando um investidor quiser comprá-lo ou vendê-lo. Como explica CVM (2005), o formador de mercado tem o dever de fazer uso de seus próprios recursos a fim de realizar ordens de venda e de compra para investidores que tem interesse no ativo em que for credenciado. Não importando se o investidor é seu cliente ou cliente de outro intermediário que também seja autorizado a operar no mercado. A receita que o *market maker* obtém nas operações é o “*spread*”, ou seja, a diferença positiva entre o preço de compra e o preço de venda. Sendo que a maior diferença entre as ofertas de compra e de venda que ele divulga no sistema de negociação, é definida pela entidade que administra o mercado de balcão organizado.

A atividade de formador de mercado foi regulamentada no Brasil pela Instrução nº384 de 17 de março de 2003, que em seu artigo 2º diz que tal atividade deve ser desempenhada por pessoas jurídicas, devidamente cadastradas junto às bolsas de valores e/ou às entidades de balcão organizado, interessadas em realizar operações com o objetivo de fomentar a liquidez de valores mobiliários com registro para negociação. Cabe à bolsa de valores ou à entidade de balcão organizado fiscalizar a legalidade das atividades do formador de mercado.

O décimo artigo da Instrução nº243, diz que são passíveis de negociação através dos sistemas de balcão organizado, os seguintes títulos e valores mobiliários de renda variável:

- os valores mobiliários registrados na CVM para negociação em balcão;

- os valores mobiliários emitidos por sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais registrados na CVM;
- os certificados de investimentos em obras audiovisuais;
- as quotas de fundo de investimentos fechados, que tenham sido objeto de distribuição pública (como por exemplo: fundos mútuos de investimentos em ações, fundos de investimento imobiliário, fundos de privatização – dívida securitizada, fundos setoriais de investimento em ações do setor de mineração, etc.);
- outros títulos e valores mobiliários autorizados, pela CVM, à negociação deste mercado;
- os direitos e índices referentes aos valores mobiliários acima mencionados.

De acordo com a CVM (2005), as principais normas instituídas pelas entidades gestoras do mercado de balcão organizado com relação aos intermediários financeiros são: i)- regras para admissão, em outras palavras, quais os procedimentos e critérios que capacitam uma instituição financeira a participar do mercado de balcão organizado e a intermediar as negociações entre os investidores deste mercado; ii)- regras de negociação e de conduta que devem ser seguidas pelos intermediários; iii)- procedimentos para a fiscalização dos intermediários e aplicação de penalidades para quem descumprir as normas. Já com relação às companhias abertas, as principais regras instituídas são: i)- requisitos exclusivos das entidades autorreguladoras para aprovação dos títulos da companhia à negociação, além daqueles já previstos pela CVM; ii)- critérios para cancelamento de listagem dos referidos títulos que já foram admitidos à negociação.

3.2.2.1 Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (SOMA)

Tendo por base toda a legislação e a estrutura do mercado de balcão organizado, bem como seus componentes expostos na subseção acima, o primeiro mercado de balcão organizado de ações e títulos criado no Brasil foi a Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (SOMA), cuja criação foi inspirada no modelo da NASDAQ (National Association for Securities Dealers Automated Quotation). A SOMA começou suas operações em 11 de novembro de 1996, com o objetivo formar no Brasil um mercado voltado à capitalização de empresas de todos os portes (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2005).

A SOMA foi criada pela iniciativa das Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e do Paraná. Como empresa gestora do mercado de balcão organizado, sua função é garantir um ambiente eletrônico para a negociação de títulos, valores mobiliários e demais ativos financeiros não listados na bolsa. Logo a SOMA é um sistema eletrônico de negociação que

interliga as instituições credenciadas pela CVM para atuarem neste mercado (SANTOS, 2007).

De acordo com Cavalcante, Misumi e Rudge (2005), apenas as empresas de capital aberto estão aptas a registrar seus títulos para negociação na SOMA. Tal processo de registro inclui a remessa de documentos e de um pedido de registro para a CVM e para a SOMA. CVM (2005, p.28) mostra que os ativos negociados na SOMA são os seguintes:

- i)- ações, debêntures e demais títulos e valores mobiliários de emissão de companhia aberta; ii)- carteira teórica referenciada em ações negociadas na SOMA; iii)- quotas representativas de certificados de investimento audiovisual; iv)- quotas de fundos de investimento fechado; v)- títulos da dívida agrária emitidos pelo Tesouro Nacional; e vi)- outros títulos e valores mobiliários admitidos a negociação pela SOMA nos mercados por ela administrados.

Segundo Cavalcante, Misumi e Rudge (2005) as liquidações das operações da SOMA são efetuadas pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC), que também custodia os ativos negociados por esta entidade de balcão brasileira, como já foi destacado anteriormente.

Adquirida pela Bovespa em 2002, a Sociedade Operadora do Mercado de Ativos se tornou uma subsidiária do segmento Bovespa. A partir de então, a mesma trouxe novos produtos para a negociação no mercado secundário, como por exemplo, o segmento para negociação de cotas de Fundos de Investimentos Imobiliários, que foi estruturado em 2003. Também em setembro de 2003 foi criado o SOMA FIX (mercado de balcão de renda fixa para registro), que nada mais é do que um novo ambiente para a realização de negócios com títulos privados de renda fixa (BOVESPA, 2003).

Ainda dentro do mercado de balcão organizado e administrado pela bolsa, existe a Bovespa Mais, este último termo é uma abreviação de “Mercado de Ações para Ingresso de S.A.’s”, que é um segmento do mercado de balcão organizado da BM&FBOVESPA no qual podem ser listadas apenas companhias abertas com registro na CVM. Tal segmento tem como objetivo oferecer um ambiente adequado para as empresas que buscam ferramentas de financiamento e crescimento, mas que não tem o porte requisitado para o ingresso no mercado de bolsa, logo funciona como uma espécie de vestibular para uma empresa que almeja ter suas ações listadas no segmento Bovespa.

Para fazer parte do segmento exposto acima, as empresas devem apresentar uma estratégia bem definida para seu acesso ao mercado da bolsa de valores. E através de relatórios e balanços, comprovar que seu mercado de atuação é forte e dinâmico e que a intenção é chegar a patamares superiores de execução no mercado de capitais, com

transparência, liquidez mínima (*free float*) e ampliação da base de acionistas (MARANHÃO, 2007).

De acordo com o BM&FBOVESPA (2010), atualmente dentro do mercado de balcão organizado, as operações de compra e venda de ativos, só são realizadas por meio de um operador autorizado, que é um profissional credenciado pela bolsa, que representa o intermediário dentro do pregão eletrônico. Aliás, é por meio do Sistema Eletrônico de Negociação que são efetuadas todas as transações do mercado em questão.

Hoje no mercado de balcão organizado administrado pela bolsa existem dois tipos de negociação que são permitidas: a contínua que acontece das 11h às 18h para todos os emissores listados no mercado de balcão organizado. E a negociação não contínua, feita através de *Call's*, com horários previamente estabelecidos dentro da sessão do dia de negociação, acatando as seguintes regras: as ofertas de compra e/ou venda só poderão ser registradas a partir da fase de pré-abertura, ocorrendo o fechamento dos negócios por meio do mecanismo de *Call* nos horários pré-determinados e divulgados; e o critério para encerrar os negócios e para possíveis prorrogações do *Call*, obedecerão às regras e características descritas no Manual de Procedimentos Operacionais da BM&FBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2010).

Segundo BM&FBOVESPA (2011a) o mercado de balcão organizado de ativos brasileiro está crescendo e criando uma demanda indireta por produtos comercializados no âmbito da bolsa. Logo, de acordo com esta tendência a BM&FBOVESPA está desenvolvendo uma tecnologia de ponta em parceria com a empresa norte – americana Calypso Technology Inc. para o licenciamento de uma plataforma para o registro e gerenciamento de operações no mercado de balcão organizado. Com a nova plataforma, pretende-se aperfeiçoar, modernizar e expandir os registros de operações de ativos de balcão organizado, garantindo qualidade e agilidade aos clientes, além de ferramentas completas de análise para atividades de autorregulação e regulação.

A implantação do primeiro módulo da plataforma, que compreende no registro de contratos de bancos, tendo seus clientes não financeiros como contraparte, deve ser concluída no segundo semestre de 2012. Já o registro de contratos das demais contrapartes, que está contida no módulo dois, está prevista para o primeiro trimestre de 2013. E por fim o módulo três que tratará do serviço de *collateral management* para a mitigação de risco bilateral ainda não tem data de implantação definida.

Contudo fica clara a evolução no mercado brasileiro de balcão organizado de ações, títulos, e outros ativos. Desde a sua regulamentação em 1996 até os dias atuais, muitas

mudanças aconteceram e tudo parece indicar que cada vez mais tal mercado tem a sua importância reconhecida. Um exemplo importante disso é o esforço que está sendo feito pela BM&FBOVESPA para melhorar a forma de registro das operações no seu mercado de balcão organizado.

3.3 O mercado de balcão organizado de derivativos

Até agora foi falado do mercado de balcão organizado de títulos e ações. Foi apresentado o caminho percorrido pela NASD no mercado de balcão organizado norte-americano que culminou com a criação da NASDAQ OMX, que atualmente é a maior operadora de bolsas do mundo com mais de 3,5 mil ações listadas segundo seu próprio site. Também vimos a evolução do mercado de balcão organizado brasileiro de ações e títulos, que teve sua criação espelhada na NASDAQ e que hoje funciona dentro do ambiente da BM&FBOVESPA.

Faz-se necessário agora uma explanação sobre o mercado brasileiro de balcão organizado de derivativos, das regulamentações existentes e das que foram recentemente implantadas. Mas primeiramente, a fim de se produzir um contraponto entre o mercado de derivativos de balcão brasileiro e norte-americano, será exposto um pouco sobre este último, que foi apontado como o desencadeador da crise financeira que assolou boa parte da economia mundial em 2008. Despertando muitos debates sobre o tema, que tem culminado em mudanças na regulamentação deste mercado em vários países e também no Brasil, com o intuito de tornar o mesmo cada vez mais inserido no segmento de balcão organizado.

Porém, antes falar sobre o mercado de balcão de derivativos, é importante definir de forma clara o que é um derivativo. De acordo com Pinheiro (2001), derivativos são contratos cujos valores e características de negociação estão ligadas aos ativos que lhes servem de referência. Definição similar é dada por Toledo Filho (2006), que define os derivativos como instrumentos financeiros ou ferramentas que derivam de um ativo, usados por agentes ou instituições nos mercados futuros e de opções para mitigar riscos, fazer a proteção de investimentos, ou somente especular. Os derivativos sempre estão ligados aos ativos que lhes serviram de base. Logo, um contrato futuro de soja existe em função do mercado à vista dessa *commodity*.

Corroborando os autores citados acima, Hull (1995) também determina o que são derivativos:

...derivativos ou produtos derivativos, que podem ser definidos como títulos cujos valores dependem dos valores de outras variáveis mais básicas. Uma opção da ação da IBM, por exemplo, é um derivativo, porque seu valor depende do preço da ação

da IBM; um contrato futuro de trigo também é um derivativo, pois seu valor depende do preço de trigo; e assim por diante... Normalmente, tais títulos não são negociados em bolsa, mas vendidos em mercado de balcão por instituições financeiras aos seus clientes ou incorporadoras à emissão de ações ou títulos para torná-los mais atrativos aos investidores. (HULL, 1995, p.13)

Logo, fica evidente que um derivativo, é um instrumento financeiro cujo valor deriva de outras variáveis, como um ativo ou então uma *commodity*.

O volume de negociações com derivativos no mercado de balcão tem apresentado uma tendência crescente. De acordo com o relatório de novembro de 2011 do Bank for International Settlements (BIS), que apresenta o cenário do mercado de balcão para o primeiro trimestre de 2011, através de dados coletados do mercado de balcão de onze países, dentre eles Estados Unidos, Japão, Holanda, Alemanha, França, Itália e Reino Unido, o volume negociado de contratos em aberto de derivativos no mercado de balcão cresceu 18% no primeiro semestre de 2011, chegando a um total de US\$708 trilhões.

Sendo assim, antes de expor sobre o mercado de balcão de derivativos do Brasil, será apresentado um pouco sobre este mercado nos Estados Unidos, que representa bem o mercado de derivativos de balcão pelo resto do mundo (pelo menos até antes da crise) e mostrar-se-á o porquê que o mesmo tem sido alvo de intensos debates após a crise financeira que atingiu vários países em 2008.

3.3.1 O mercado de balcão de derivativos norte-americano

Pode-se dividir o mercado de balcão de derivativos dos Estados Unidos em antes e depois da crise financeira de 2008. Antes da crise pode-se dizer que tal mercado se encaixava na definição de mercado de balcão não organizado seguida por este trabalho, isto porque de acordo com Dodd (2008) as funções de *clearing* e a liquidação dos negócios eram deixadas nas mãos dos compradores e vendedores dos contratos de derivativos e as transações neste mercado eram bilaterais feitas por telefone e/ou mensagens instantâneas, até existiam boletins eletrônicos onde as cotações eram divulgadas, porém tais informações só eram observadas diretamente pelos dois interessados no negócio.

Ou seja, não existia uma ampla divulgação de todos os valores das negociações, logo as informações não eram divulgadas igualmente entre todos os participantes do mercado, assim como é feito nas bolsas. Isso acontece, segundo Farhi (2010), porque diferentemente do que se vê nos mercados organizados, no mercado de balcão não organizado não existe um mecanismo que promova a compensação das posições e avalize a transferência dos ganhos e das perdas. Em tais ambientes não organizados, a falta de câmaras de compensação deixa

evidente um risco muito alto de inadimplência da contraparte perdedora (este é o chamado risco de contraparte). Tal risco aparece toda vez que uma posição em derivativos gera lucro, isso porque este lucro é equivalente ao prejuízo da outra contraparte da operação.

Logo, os riscos potenciais dos derivativos negociados no mercado de balcão não organizado são maiores se comparados com os riscos dos derivativos negociados em mercados organizados. Sendo o risco de contraparte um dos mais preocupantes apresentados por tal ambiente de balcão, isso porque de acordo com Farhi (2010), tal risco pode adquirir característica sistêmica, devido ao efeito dominó provocado pela inadimplência de uma instituição financeira atuante dentro do mercado de balcão de derivativos.

Ainda segundo Farhi (2010), as transações com derivativos de balcão foram criadas e desenvolvidas nos Estados Unidos, e com o tempo se espalharam para os outros países. O que resultou em uma enorme rede internacional de acordos cruzados, cujo alcance e formatos são pouco definidos e sem qualquer tipo de supervisão.

Com isso, ficam evidentes os principais problemas existentes no mercado em questão: a falta de um maior controle dos negócios nele realizados e a dificuldade de avaliar a exposição ao risco de cada participante, devido à predominância de informação assimétrica e à falta de um órgão que exercesse a função de *clearing* e assumisse o registro e a liquidação dos contratos. Este último ponto em especial, também é evidenciado por Acharya et al. (2009, p.3):

Uma questão que se sobrepõe é a falta de transparência dentro do sistema. Diferente de quando existe uma *clearing house* central, ninguém sabe precisamente o total de exposição, onde ela está concentrada, quais são os valores de tais contratos, etc. Estas questões sempre existiram, mas raramente vem à tona, enquanto suas proporções são pequenas. Contudo, quando seu tamanho aumenta, e os compromissos combinados são maiores do que a base, a falta de transparência faz o sistema tender a ser um sistema falho/fracassado. Trad. por: Anieli Fagundes Carrara

Como aqui esta sendo apresentado o mercado de derivativos OTC estadunidense como um exemplo, que também reflete a situação dos outros mercados de derivativos OTC pelo mundo, vale frisar que o mercado de balcão de derivativos Europeu no período anterior à crise de 2008 também compartilhava dos mesmos problemas citados acima, isso porque seus contratos eram negociados diretamente entre as duas partes e estruturados de acordo com as necessidades destas, logo não eram padronizados e nem normatizados e também não existia uma instituição responsável pela garantia de todas as negociações.

De acordo com Dodd (2008) é justamente tal arquitetura dos mercados de derivativos OTC, que ajuda a explicar o porquê que eles apresentaram tantos problemas com o

surgimento da crise financeira de 2008. Como ficou claro acima, os problemas dos mercados de balcão de derivativos sempre existiram, mas nunca vieram à tona enquanto suas proporções eram pequenas. Porém tal mercado vinha atingindo magnitudes cada vez maiores as vésperas da crise de 2008, de acordo com Kroszner (1999), o mercado de derivativos OTC nos EUA cresceu na década de 90 com maior rapidez do que as bolsas que negociavam derivativos e tal situação continuou a ser observada até a referida crise. Logo, com o crescimento da dimensão de tal mercado, a grandeza de seus problemas cresceu junto, com isso ele falhou ao mostrar resistência frente aos distúrbios, trazidos pela crise, tornando-se ilíquido e disfuncional (NOSAL, 2011).

Teixeira (2010) mostra que era negociado no mercado de balcão aqui em discussão *credit default swaps*¹⁴ (CDS), ou seja, swap¹⁵ de inadimplência de crédito, porém tais contratos não eram padronizados e o mercado de balcão onde eram negociados não possuía mecanismos de liquidação multilateral das obrigações contratuais. Logo, essa situação contribuía para o aumento de risco de contraparte, e tal risco em momentos de stress, como o da crise de 2008, colaborou para elevar o grau de incerteza entre os participantes de mercado, reduzindo a liquidez do mesmo e ajudando na disseminação da crise de confiança em tal ambiente financeiro.

Dodd (2008) afirma que a chegada da crise trouxe dois sérios problemas para todos os mercados OTC's de derivativos não regulamentados: a falta de condições de avaliar os contratos de derivativos e a falta de habilidade de comercializá-los. Segundo a Financial Stability Board –FSB– (2010), tal crise expôs as fraquezas na estrutura do mercado de derivativos de balcão, enquanto os mercados de balcão de determinadas classes de ativos permaneceram funcionando normalmente durante a crise, o balcão de derivativos demonstrou seu potencial de contágio, fruto da interconexão de seus agentes e a transparência limitada das relações entre as contrapartes.

No que tange a falta de transparência do mercado em questão, Farhi (2010) sugere que tal ausência fez com que não se soubesse se os riscos estavam dispersos entre uma grande quantidade de pequenos especuladores, como algumas autoridades afirmavam na época. Ou se estavam concentrados em poucas e grandes carteiras, como a crise acabou por demonstrar.

¹⁴ De acordo com Souza (2006), tem-se que o *credit default swap* (CDS) é um contrato financeiro bilateral em que o comprador de proteção (uma contraparte), paga uma taxa periódica fixa em troca de proteção contra o risco de calote de uma determinada instituição de referência. Se por ventura aconteça o evento de não pagamento prescrito no CDS, o comprador de proteção tem o direito de vender pelo valor ao par um título financeiro específico emitido pela entidade de referência. Este título é chamado de ativo de referência.

¹⁵ De acordo com Hull (1995), swaps são acordos privados entre duas companhias para a troca no futuro de fluxos de caixa, sendo considerada uma fórmula pré-estabelecida. Os swaps podem ser considerados como carteiras de contratos a termo”.

Dentre a exposição de vários problemas existentes no mercado de derivativos de balcão, a crise trouxe à tona uma situação de alto grau de alavancagem vivida por algumas empresas naquela época, talvez o exemplo mais evidente desta situação tenha sido o da companhia de seguros AIG (a maior seguradora do mundo até a crise). De acordo com Nosal (2011) veio a público com a crise, que tal companhia emitia grande quantidade de CDS, que na época já havia chegado ao valor estimado de US\$440 bilhões e não possuía nenhuma proteção contra toda esta exposição. A situação foi tão grave que no ano de 2008 a AIG acumulou perda de US\$99,2 bilhões e necessitou receber uma ajuda do governo de US\$ 30 bilhões no ano posterior, para que pudesse honrar suas obrigações.

Isso porque, como salienta Nosal (2011), a seguradora AIG não possuía nenhum tipo de proteção contra sua exposição, logo qualquer choque adverso, levaria tal empresa a efetuar pagamentos de swaps, sendo que os fundos desta, poderiam não ser suficientes para fazer frente a tais obrigações. E se caso a AIG não cumprisse suas obrigações, tal inadimplência traria efeitos perversos para o mercado. E foi justamente o que aconteceu, no período da crise de 2008 a AIG foi obrigada a fazer vários pagamentos referentes aos CDS e com o acirramento da crise foi chamada para depositar bilhões de dólares de garantia para tais contratos de swaps, porém só conseguiu efetuar tais depósitos com a ajuda financeira do governo, isso porque como já foi exposto, seu grau de alavancagem era bem maior que sua condição financeira. Além da AIG, outras empresas sofreram com a crise como a Freddie Mac, Bear Stearns, o Lehman Brothers, dentre outras.

A partir dos pontos negativos do mercado de balcão não organizado de derivativos trazidos pela crise, questionamentos sobre como tal situação poderia ter sido evitada, ou pelo menos atenuada, começaram a surgir. Mesmo porque, a crise financeira de 2008, parece ter deixado claro que a falta de uma maior transparência nas negociações realizadas, no que tange ao valor e ao volume das negociações e a falta de uma regulamentação, principalmente em relação à liquidação das transações, são extremamente prejudiciais ao bom funcionamento do mercado de derivativos de balcão. Sem falar do risco sistêmico, que existe devido à falta de normatização de tal mercado, tal ausência obriga cada instituição financeira e cada participante do mercado a atuar no gerenciamento de seu risco de acordo com o seu próprio interesse e isso faz com que o risco excedente sobre todo o sistema fique encoberto (ACHARYA et al. 2009).

Nosal (2011) explica que uma *clearing* poderia ter evitado tal cenário negativo, já vimos anteriormente que uma *clearing* é um sistema pelo qual se garante o cumprimento das transações realizadas, por meio de seu registro, acompanhamento, compensação e liquidação.

Sendo assim, ainda de acordo com o autor acima, a *clearing* traria mais transparência ao mercado de balcão não organizado de derivativos, e um bom exemplo disso é que se mais informações tivessem sido divulgadas sobre a posição alavancada da AIG, um número bem menor de pessoas teria negociado CDS's com tal empresa, uma vez que conseguiriam ver que ela incorria de elevado risco.

Já para Acharya et al. (2009), os princípios basilares que devem circundar a regulação do mercado de derivativos OTC, devem dar conta dos seguintes pontos: i)- a incerteza da exposição ao risco das partes do contrato, o que pode trazer iliquidez e levar os mercados a uma quebra, ii)- a erosão de capital que pode provocar a quebra do sistema financeiro se a erosão for ampla e concentrada em instituições que provêm liquidez para o sistema financeiro, e iii)- os preços que estão fora de base devido à iliquidez do mercado, o que pode provocar distorções na alocação de capitais.

Mas apesar de se saber que a implantação de uma *clearing* seria uma boa forma de trazer transparência ao mercado de balcão e que para a implantação de uma possível regulação deveria ser seguindo determinados princípios básicos, alguns estudiosos do assunto como Dodd (2008) tem a opinião de que sem políticas públicas para aprimorar as práticas do mercado de derivativos OTC, pode-se levar muito tempo até que as negociações retornem ao nível das boas condições que predominaram até o período pré-crise financeira.

E de maneira geral, a opinião dos que acreditavam em políticas públicas para melhorar o funcionamento do mercado de derivativos de balcão internacional, acabou sendo colocada em prática. Isso porque como resposta à crise de 2008, o grupo do G-20 passou a realizar reuniões, com o objetivo de discutir a cooperação internacional para fazer frente à crise financeira e empregar políticas de combate a recessão. Uma vez que existia um consenso dos países membros sobre a necessidade de uma grande reforma na supervisão e na regulação financeira. Logo na reunião de setembro de 2009 em Pittsburgh, os membros do G-20 afirmaram o seguinte compromisso:

Todos os contratos padronizados de derivativos OTC devem ser negociados em bolsas ou plataformas de negociação eletrônica, e liberados por uma contraparte central, no mais tardar até o final de 2012. Contratos de derivativos OTC devem ser reportados a asseguradores comerciais.

Contratos não assegurados por uma contraparte central devem estar sujeitos ao requerimento de uma quantidade maior de capital. Pedimos ao FSB (Financial Stability Board) e aos seus membros para avaliarem a regulamentação e a implementação, e se a mesma é suficiente para melhorar a transparência dos mercados derivados, mitigar o risco sistêmico, e proteger os agentes contra o abuso de mercado. (MORRISON & FOERSTER, 2011, p. 1). Trad. por: Anieli Fagundes Carrara

O que significa que o G-20 propunha basicamente as seguintes mudanças para o mercado de derivativos OTC:

- i)- *Maior transparência*: com a prestação de contas de cada contrato de derivativos no mercado de balcão, mais informações estarão disponíveis sobre tal mercado;
- ii)- *Redução do risco das contrapartes*: por meio de uma *clearing* (contraparte central), que irá reduzir a possibilidade de um contrato não ser cumprido, logo as contrapartes vão estar expostas a bem menos riscos;
- iii)- *Redução do risco operacional*: através do uso de instrumentos eletrônicos para os termos dos contratos de derivativos no mercado de balcão.

Tais mudanças propostas pelo G-20 em Pittsburgh foram reafirmadas na cúpula de Toronto de tal grupo, que aconteceu no dia 27 de junho de 2010, com a promessa de que o G-20 iria trabalhar de forma coordenada para acelerar o estabelecimento da regulação dos derivativos no mercado OTC de seus países membros, de maneira a aumentar a transparência e a padronização de tais contratos. Os líderes do G-20 ainda reconheceram que há muito trabalho a ser realizado neste sentido, e garantiram o apoio às medidas tomadas em prol da implantação das mudanças propostas.

No âmbito destes compromissos e propostas, os Estados Unidos foram os primeiros a adotarem medidas sólidas que se materializaram com a assinatura em 21 de junho de 2010 do Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection act ou simplesmente Dodd-Frank Act. De acordo com Polk e Wardwell (2010) tal lei marca uma das maiores mudanças legislativas desde os anos de 1930, no que tange a supervisão financeira norte-americana como um todo. Tal legislação afetará cada instituição financeira que mantém suas operações no país, e também aqueles que operam de fora dos Estados Unidos. Além disso, as empresas comerciais também serão afetadas pelo Dodd Frank Act. Como resultado, haverá mudanças históricas em vários setores dos EUA, como o bancário, o de valores mobiliários e o de derivativos, também será afetada a remuneração dos executivos, a defesa do consumidor e a governança. A lei aqui em questão recairá não somente sobre as grandes e complexas instituições financeiras, mas sobre as instituições de menor porte também. Ou seja, além de visar uma melhor regulação do mercado de derivativos de balcão, o Dodd Frank Act também visa uma mudança geral na normatização do ambiente financeiro estadunidense.

Segundo ANBIMA (2011), o Dodd Frank act tem uma abrangência ambiciosa, uma vez que legisla sobre um grande número de áreas, por meio de centenas de páginas, que se referem a práticas de mercado, áreas de atuação de instituições financeiras privadas, funções de reguladores, dentre outras coisas.

No bojo das mudanças gerais propostas pela Lei Dodd Frank há alguns temas tratados como centrais:

i)- *Segurança Sistêmica*: para tentar controlar o risco sistêmico a lei em questão criou o Financial Stability Oversight Council, que é uma espécie de conselho de supervisão da estabilidade financeira do país, com a função de identificar precocemente os riscos nas empresas e nas atividades de mercado de forma a reforçar a supervisão do sistema financeiro norte-americano;

ii)- *Regra de Volcker*: (tem este nome porque foi sugerida pelo ex- presidente do FED Paul Vocker): proíbe os bancos de negociarem títulos mobiliários, derivativos e outros instrumentos financeiros com seu capital próprio e também os impede de investirem em fundos de hedge e fundos de private equity¹⁶, exceto em casos específicos determinados por lei;

iii)- *Emenda Collins*: incorpora as propostas do comitê de Basiléia¹⁷ à lei Dodd Frank;

iv)- *Manter a “pele” em jogo*: exige que criadores e ofertantes de papéis securitizados mantenham em sua carteira 5% do total emitido sem possibilidades de *hedge*;

v)- *Remuneração dos Executivos*: institui mais transparência no sistema de remuneração dos bancos, decretando a divulgação do quociente entre a maior remuneração de executivos e a mediana de salários da instituição, além disso, estabelece que as estruturas de remuneração devem ser avaliadas pelos comitês de risco da instituição;

vi)- *Bureau of Consumer Financial Protection- BCFP- (Bureau de Proteção a Consumidores)*: tem o poder de supervisionar e ordenar procedimentos, tal como uma entidade autônoma instalada dentro da estrutura do Federal Reserve- FED- (Banco central Norte-Americano), porém não é sujeita a ele; e

vii)- *Derivativos*: é o que mais interessa para este estudo, logo será tratado com mais detalhes a seguir.

No que tange ao tema mercado de derivativos OTC, o Dodd Frank act pretende regulamentar a maioria das operações com derivativos que anteriormente haviam sido

¹⁶ Investimentos realizados por instituições financeiras, em empresas que não são listadas na bolsa de valores, com o intuito de aumentar o desenvolvimento de tais empresas.

¹⁷ O Comitê é constituído por representantes dos bancos centrais e por autoridades com responsabilidade formal sobre a supervisão bancária dos países membros do G-10. Neste Comitê, são discutidas questões relacionadas à indústria bancária, visando a melhorar a qualidade da supervisão bancária e fortalecer a segurança do sistema bancário internacional. O Comitê de Basiléia não possui autoridade formal para supervisão supranacional, mas tem o objetivo de induzir comportamento nos países membros do G-10. Estes, ao seguir as orientações, estarão contribuindo para melhoria das práticas no mercado financeiro internacional. Fonte: <http://www.bb.com.br/portalbb/page51,136,3696,0,0,1,8.bb?codigoNoticia=7724&codigoMenu=0&codigoRet=5618&bread=9_1_4>.

desregulamentadas pela Commodity Futures Modernization Act (CFMA) of 2000. Esta última lei foi aprovada pelo congresso no dia 15 de dezembro de 2000 e assinada em 21 do mesmo mês e ano pelo então presidente Bill Clinton, ela continha arranjos que afetavam as funções de regulamentação e supervisão do mercado de derivativos pela Commodity Futures Trading Commission CFTC¹⁸ - (órgão regulador do mercado futuro de *commodities* norte-americano) e pela Securities and Exchange Commission –SEC- (órgão regulador do mercado de capitais norte-americano). Isso porque tal lei promulgou que certas transações com derivativos no mercado de balcão estadunidense ficariam fora da jurisdição da CFTC, e que sob certas condições, negociações com contratos futuros teriam a fiscalização dividida entre a CFTC e a SEC.

Uma das maiores contribuições trazidas pelo Dodd Frank Act aos derivativos de balcão será a imposição da compensação obrigatória, através da regulamentação das organizações centrais de compensação e de negociação obrigatória. Como salienta ANBIMA (2011), a maioria das exigências da lei em questão no que tange ao mercado de derivativos, são ligadas aos objetivos de que a liquidação de contratos passe a ser feito sempre através das câmaras de compensação (*clearing*). Isso porque a lei Dodd Frank parece se apoiar na idéia de que os derivativos devem ser negociados em mercados do tipo das bolsas. Sendo assim, a fim de evitar a falta de transparência no mercado de balcão de derivativos, a lei estabelece a exigência de registro de contratos, para evitar que as contrapartes sejam, por ventura, surpreendidos pela super exposição de seus parceiros em períodos de crise.

Uma vez que os swaps foram os derivativos que mais trouxeram problemas no período de crise, a lei aqui em questão instituirá a compensação obrigatória de todos os swaps que o CFTC ou o SEC julgarem necessárias, e a análise dos swaps por parte de tais órgãos, visando à avaliação de sua exposição teórica, sua liquidez na negociação, sua capacidade operacional, dentre outras coisas. Para tanto a lei requer que as associações de *clearing* apresentem ao CFTC ou ao SEC um plano especificando quais tipos de contratos irão aceitar para compensação.

Ou seja, um dos pontos principais da regulamentação do mercado de balcão estadunidense, imposto pela lei Dodd Frank, é promover a compensação dos contratos de derivativos OTC, através das já existentes câmaras de compensação ou *clearings*. Neste

¹⁸ Atualmente a CFTC garante o bom funcionamento dos mercados futuros, incentivando sua eficiência e sua competitividade, protegendo seus participantes contra fraudes, manipulações e praticas comerciais abusivas. Assegurando desta forma uma maior integridade financeira. (<<http://www.cftc.gov/About/MissionResponsibilities/index.htm>>).

trabalho já foi falado um pouco sobre estas, que agem como compradoras para cada vendedor e como vendedoras para cada comprador, e solicitam de seus membros um valor conhecido como margem de garantia, para garantir que os negócios sejam efetivados mesmo se uma das partes não cumprir com seus deveres financeiros, o que garante a solvência dos contratos. Logo as câmaras de compensação ajudam a reduzir o risco no sistema financeiro e a aumentar o grau de estabilidade com o qual se opera, de forma a evitar que problemas notórios como os apresentados pela AIG e outras empresas, no período da crise de 2008, voltem a acontecer (ANBIMA, 2011).

Sendo assim, as *clearings* terão a função de garantidora das operações feitas com derivativos, sejam elas de qualquer espécie: commodities, swaps e outras. Isso levará à uniformização da atividade de *clearing* para derivativos, que até então era feita de forma pontual e em pequena proporção.

Porém, a aprovação da lei não encerra o processo de reforma financeira, já que as suas disposições mais importantes ainda serão tema de definição prática pelas instituições reguladoras norte-americanas, dentre as quais estão o Federal Reserve, CFTC e SEC. Logo tal lei apenas delimitou os princípios que devem ser seguidos e os prazos nos quais as decisões devem ser divulgadas, porém o conteúdo operacional ficará mesmo a cargo dos supervisores (ANBIMA, 2011).

Atualmente uma expressiva plataforma global de *clearing* para o mercado de derivativos é a CME ClearPort da CME Group¹⁹, que compensa mais de 700.000 contratos diariamente e possui registrado mais de 17.000 usuários em todo o mundo (CME GROUP, 2011). Com uma experiência no segmento de câmaras de compensação de mais de cem anos, as *clearings* da CME possuem US\$100 bilhões em salvaguardas financeiras para mitigar o risco sistêmico (CME GROUP, 2008).

De acordo com o site da CME, com a estrutura de *clearing* para o mercado OTC através CME ClearPort, podem ser efetivados negócios fora de bolsa, mas mantendo as vantagens de segurança e eficiência. Utilizando um modelo de compensação pela contraparte central (CCP), no qual o risco de crédito da contraparte é dividido entre os membros de compensação, a CME ClearPort permite que a câmara central de compensação garanta o desempenho de cada negócio, mesmo quando uma de suas partes falha com as suas obrigações. A contraparte central atua como uma terceira parte do contrato, operando como uma garantidora contra possíveis calotes e como uma fiscalizadora dos contratos firmados.

¹⁹ Para mais informações sobre a CME Group, acesse: <<http://www.cmegroup.com/>>

Com tal modelo de compensação, é possível diminuir o tempo e os gastos com documentação substituindo este último por confirmações em tempo real do comércio através de um processamento direto. Lembrando que os derivativos "*OTC-cleared*", ou seja, avalizados por uma *clearing*, têm ambos, os benefícios e os custos que podem variar significativamente entre os participantes do mercado e de acordo com os tipos de produtos.

Porém, nem todos compartilham a idéia de que a obrigatoriedade do registro das negociações com derivativos de balcão nas câmaras de compensação, vai diminuir o risco que tais transações trazem para o sistema financeiro. Existe um temor de que as câmaras de compensação não sejam fortes o suficiente para fazer frente a possíveis inadimplências de vários membros ao mesmo tempo, o que pode causar um efeito cascata que atinja não só a *clearing*, mas também todo o sistema financeiro. De acordo com Grant (2011), vários especialistas no assunto falam deste temor, como Ben Bernanke presidente do Banco Central Norte- Americano, o Federal Reserve, que diz que o desempenho das câmaras de compensação no mundo todo, foi de modo geral bom, dentro de um ambiente de alta tensão, como o da crise de 2008, porém ele afirma que não é certo que o mesmo desempenho positivo se de no futuro. Já o economista sênior do FMI (Fundo Monetário Nacional), Manmohan Singh acha que as medidas de regulação propostas pelo Dodd Frank act parecem não ajudar a diminuir o risco sistêmico dos derivativos de balcão, tanto que continua significativa a probabilidade de futuros socorros financeiros bancados pelo contribuinte.

Ainda segundo Grant (2011), a preocupação que vem emergindo, é devido às próprias reformas resultantes da crise de 2008 e das dimensões do mercado de derivativos de balcão a que elas são designadas. Isso porque o valor referencial das transações de derivativos OTC em circulação é de aproximadamente US\$600 trilhões de acordo com o Bank for international Settlements (BIS), (2011), sete vezes maior do o valor dos contratos negociados em bolsa. E espera-se que por volta de 60 a 80% desta quantidade se desloque para as *clearings*.

Contudo, fica evidente que as regulações propostas pelo Dodd Frank act para o mercado de derivativos de balcão estão longe de ser um consenso entre os especialistas no assunto. É claro que esta é uma regulação muito recente e que muito pouco se pode dizer sobre seus possíveis resultados, porém deve-se sempre ter em mente que a intenção é regular um mercado que possui um volume de negociação muito grande e que carrega consigo um risco sistêmico iminente, logo tudo deve ser estruturado com muito cuidado.

3.3.2 O mercado brasileiro de derivativos de balcão

Foi visto na subseção anterior os vários problemas apresentados pelo mercado de balcão de derivativos estadunidense, com o surgimento da crise financeira de 2008. Tem-se que a falta de regulamentação do mercado de balcão contribuiu para que estas dificuldades surgissem, tanto que atualmente se está buscando instituir várias normas, visando que o mercado de derivativos de balcão internacional não passe mais por períodos tão turbulentos, como foi o da crise financeira. Agora será feita uma discussão sobre o mercado de derivativos de balcão brasileiro.

Diferente dos sistemas financeiros internacionais, que não foram capazes de resistir aos péssimos efeitos da crise financeira que assolou a economia mundial. O sistema financeiro brasileiro conseguiu passar por tal período de tensão de forma bem mais tranqüila, já que apesar de ter sofrido alguns abalos, a recuperação e o restabelecimento do seu bom funcionamento foi rápido.

As perturbações sofridas pela economia brasileira no período da crise de 2008 estão relacionadas com as posições assumidas por empresas nacionais no mercado de derivativos de balcão. De acordo com Farhi e Borghi (2009) as posições assumidas pelas empresas, eram no mercado de derivativos de câmbio, onde apostavam que a moeda brasileira não se depreciaria frente ao dólar. A maioria destas empresas era exportadoras, o que justifica as operações de *hedge* no mercado de derivativos de câmbio, porém o montante dessas operações era superior ao valor das exportações, o que caracterizava especulação. Grande parte destes contratos foi negociada no mercado de balcão, conclui-se isso porque na época o volume de participação das pessoas jurídicas não financeiras no mercado futuro de câmbio da bolsa foi baixo.

Com a chegada dos períodos de turbulência, a cotação do dólar começou a subir e consequentemente as empresas que estavam posicionadas de maneira excessiva em sentido oposto com derivativos de câmbio, começaram a ter prejuízos. De acordo com Bacic, Silveira e Souza (2010) os piores casos de prejuízo foram o da Sadia, que perdeu R\$2,5 bilhões e o da Aracruz que perdeu R\$ 4 bilhões. O que diminuiu a rentabilidade do patrimônio líquido destas empresas em -516,8% e -320,7% respectivamente. Para fazer frente a tamanho prejuízo, estas empresas foram obrigadas a tomar dinheiro emprestado, o que aumentou o endividamento de ambas. Além disso, tiveram suas imagens abaladas no que se refere às governanças corporativas e acabaram por serem incorporadas a outras empresas através do processo de fusão.

A crise sofrida pelas empresas que se encontravam na situação descrita acima só não se alastrou por todo o sistema financeiro brasileiro, porque o Brasil possui um sistema

regulatório robusto, estruturado a partir das diversas crises pelas quais o país já passou. Dentre os principais marcos regulatórios do país, pode-se citar que i)- os bancos brasileiros são mais capitalizados, já que possuem elevada liquidez, altos padrões de rentabilidade e baixa alavancagem; ii) os bancos possuem participação de grandes acionistas; iii)- a maneira como é estruturada a negociação e a liquidação financeira, sendo obrigatório o registro de todas as operações, inclusive as de derivativos de balcão, com prazos curtos de liquidação, previne que riscos sistêmicos passem despercebidos; e iv) o mercado de balcão de derivativos é centralizado com sistema eficiente de segregação de custódia (GARCIA, 2011).

Ou seja, por possuir um sistema de regulação mais robusto o Brasil sofreu menos com a crise. E como será visto a seguir, seu mercado de derivativos de balcão também está inserido nesta estrutura regulatória, ou seja, é um mercado de derivativos de balcão organizado, logo não apresentou os mesmos problemas dos mercados de derivativos de balcão internacionais não organizados. Aliás, no que tange a este assunto o Brasil já é considerado adequado aos padrões, já mostrado por este trabalho, que se pretende adotar nos mercados de balcão internacionais.

Por meio da aprovação da Lei nº 12.543 de 8 de dezembro de 2011, que foi originada da medida provisória nº539 de 26 de julho de 2011, o registro em órgãos autorizados a funcionar pela CVM, passou a ser condição de validade dos contratos de derivativos, firmados a partir da entrada em vigor de tal medida provisória, o que torna o mercado de derivativos de balcão brasileiro, um mercado organizado, uma vez que esta sob a imposição da lei acima. Tais registros podem ser feitos na câmara de derivativos da BM&FBOVESPA ou na CETIP S.A-Mercados Organizados, que são respectivamente câmara e prestadora de serviços de compensação, de liquidação e de registro autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários.

Os registros devem estar de acordo com o parágrafo primeiro do artigo 50, contidos na Instrução nº461 da CVM, que descreve que tais serviços devem realizar-se através de sistemas ou com a adoção de procedimentos que propiciem adequada informação sobre os preços das negociações realizadas, inclusive quanto a sua eventual discordância em relação a padrões de negócios semelhantes, sendo permitida a recusa de registro de negócios discrepantes.

3.3.2.1 Câmara de derivativos da BM&FBOVESPA

Neste trabalho já se tratou, de maneira superficial, sobre esta câmara quando se discutiu sobre o Sistema de Pagamentos Brasileiro, já que ela é parte integrante deste sistema. A câmara aqui em questão, de acordo com a BM&FBOVESPA (2011b), contém mecanismos de gerenciamento de riscos, salvaguardas e regras de divisão de perdas, que nada mais são do

que providências requeridas pela legislação. De maneira geral, os serviços prestados por esta câmara são os seguintes, também segundo BM&FBOVESPA (2011b):

i) - Registro, compensação e liquidação bilateral de operações cursadas no âmbito do Mercado de Derivativos não padronizados da BM&FBOVESPA;

ii) - liquidação bruta de operações com títulos e mercadorias do agronegócio, realizadas e/ou registradas no âmbito da Bolsa Brasileira de Mercadorias e de operações especiais, realizadas em outros ambientes;

iii) - Custódia para ativos em geral, com ênfase para a Custódia Fungível de Ouro e a Custódia escritural de Títulos do Agronegócio; e

iv)- Registro, compensação e liquidação multilateral de operações do Mercado de Bolsa e do Mercado de Balcão.

Devido ao foco deste estudo, será tratado nesta subseção apenas do serviço de registro, compensação e liquidação dos derivativos negociados em ambiente de balcão.

O registro na câmara em questão das operações efetivadas no mercado de balcão de derivativos é realizado pelos Negociadores²⁰ ligados às contrapartes das negociações. Este registro só é efetuado no sistema após a confirmação da adequação das características da operação a limites e condições, referentes à taxas, preços e valor nocional, estabelecidos pela câmara. No que diz respeito à garantia da operação, são as partes do contrato que definem sob qual modalidade o registro será efetuado. Isto porque estão disponíveis três tipos de garantia: a total, a parcial (disponível apenas para contratos de swaps) e a sem garantia. No registro com garantia total, a câmara assume posição de contraparte para ambas as partes do contrato, no registro com garantia parcial a câmara é apenas contraparte de uma delas e na modalidade sem garantia a câmara não assume posição de contraparte para nenhum dos participantes do contrato, logo neste caso a liquidação é efetivada diretamente entre as partes envolvidas, ficando a cargo da câmara apenas o fornecimento dos valores de liquidação correspondentes para ambas as partes (BM&FBOVESPA, 2011b).

Segundo Banco Central do Brasil (2009), se o registro da operação for com margem de garantia²¹ total ou parcial, a câmara só o aceitará, mediante a confirmação do atendimento da margem de garantia requerida das partes. Sendo que se a garantia for total, as duas partes

²⁰ Segundo BM&FBOVESPA (2011b) Negociador é aquele que tem acesso direto aos sistemas de negociação e/ou de registro, para fins de execução e/ou registro de negócios nos mercados administrados pela BM&FBOVESPA. No que se refere às formas de acesso aos sistemas BM&FBOVESPA, os Negociadores são definidos como detentores de acesso restrito ou irrestrito, conforme os mercados em que estejam autorizados a operar. São Negociadores as Corretoras de Mercadorias e os Operadores Especiais.

²¹ Valor depositado como garantia das operações. É exigido com a finalidade de cobrir os riscos de oscilação de preço dos ajustes diários.

do contrato estarão sujeitas a requerimento de margem e se a garantia for parcial, só uma das partes é que estará sujeita a requerimento de margem.

Além de terem de arcar com a margem de garantia, os agentes do mercado de derivativos de balcão, que querem registrar seus negócios na câmara da bolsa, devem fazer frente a possíveis chamadas de margem, que podem ocorrer se o agente estiver frequentemente pagando ajuste diário²² ou se o risco do mercado como um todo estiver seguindo uma trajetória crescente. Isso porque como mostra a Associação BM&F (2012), a câmara de derivativos poderá requerer garantias adicionais para a atualização ou complementação das garantias já depositadas ou devido às condições de mercado que distorçam o risco das posições a serem liquidadas. Tudo para manter o capital de giro mínimo, o limite de risco intradiário e os demais limites operacionais estabelecidos pela câmara.

De acordo com Marques, Mello e Martines Filho (2008) as margens de garantia requeridas podem variar de acordo com a volatilidade do mercado, se este estiver oscilando muito, margens de garantia maiores serão exigidas dos agentes para manter a segurança do sistema. A BM&FBOVESPA aceita como margem de garantia depósito em dinheiro, certificado de depósito bancário (CDB), ouro, carta de fiança, ações ou títulos do governo.

Se o agente se tornar inadimplente, ou seja, não atender à chamada de margem de garantia, suas posições serão encerradas. E se depois dos contratos compensados, for apurado resultado líquido negativo, a bolsa realiza as garantias constituídas pelos participantes. E se as garantias forem insuficientes, a câmara utiliza recursos disponíveis em diferentes fundos constituídos para esse fim (como será visto no capítulo cinco). Se mesmo assim os recursos ainda forem insuficientes, a câmara poderá solicitar novos aportes de recursos aos seus participantes e em última instância, fazer uso de seu próprio patrimônio. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009).

Toda a estrutura exposta acima, que possibilita o registro, a garantia e a liquidação das negociações com derivativos no mercado de balcão, foi pensada e construída com a finalidade de mitigar o risco existente neste tipo de negociação, de forma a evitar surpresas e turbulências que possam vir a prejudicar o funcionamento do sistema financeiro do país, como aconteceu com o sistema financeiro norte-americano e de outros países no período da crise de 2008. A existência de câmaras de compensação ou *clearing houses* permitem um

²² É o valor que corresponde ao ajuste financeiro da posição assumida no contrato, ao final de cada pregão, dependendo do fechamento deste, o agente paga ou recebe ajuste diário. A margem de garantia deposita serve para fazer frente a estes ajustes.

maior monitoramento de todas as transações do mercado, tornando possível controlar e diminuir o risco de contraparte, ao qual os agentes estão expostos.

Porém, como já foi citado, não é apenas a câmara de derivativos da BM&FBOVESPA que trabalha com o objetivo de reduzir o risco das negociações de derivativos no mercado de balcão brasileiro. A próxima subseção mostrará mais uma opção para o registro deste tipo de negócio.

3.3.2.2 CETIP S.A.- Mercados Organizados

No capítulo anterior, quando se tratou do Sistema de Pagamentos Brasileiro, também já foi apresentada a atuação da CETIP como depositária de vários papéis financeiros. Aqui nessa subseção será dada ênfase ao desempenho deste órgão, como entidade de balcão organizado, depositária de derivativos.

A CETIP foi criada em 1984 pelo Banco Central em conjunto com instituições financeiras, como uma associação civil sem fins lucrativos, pertencente às instituições que eram suas associadas e iniciou suas atividades em 1986. Sua criação objetivava propiciar mais segurança e agilidade às operações do mercado financeiro brasileiro. Em 2008 sofreu um processo de desmutualização, transformando-se em uma sociedade anônima e em 28 de outubro de 2009 a companhia passou a ter capital aberto, com ações negociadas no Novo Mercado.

Os negócios realizados no mercado de derivativos de balcão passaram a ter a possibilidade de serem registrados na CETIP após a aprovação da Resolução nº 2.138 de 29 de dezembro de 1994 do Banco Central do Brasil, que posteriormente foi revogada pela Resolução nº 2.688 de 26 de janeiro de 2000. No artigo segundo desta última resolução fica estabelecido como obrigatório o registro das operações de derivativos de balcão (Swaps e opções de swaps, referenciadas em ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índices de preços), em sistema administrado pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos – CETIP ou em outros sistemas de registro, de custódia e de liquidação autorizados pela CVM e que atendam às necessidades de fiscalização e controle por parte do Banco Central do Brasil (como por exemplo, a câmara de derivativos da BM&FBOVESPA apresentada acima).

De acordo com a própria página virtual da CETIP, ela é o único mercado de balcão organizado do mundo a reunir em um só ambiente a negociação, o registro, a custódia, a gestão de garantias e as atividades de compensação e de liquidação dos derivativos de balcão. Sendo considerada como a maior registradora de ativos do mercado de balcão da América Latina, com mais de R\$ 4 trilhões em ativos e derivativos registrados (Informação

disponibilizada por Carlos Eduardo Ratto Pereira, diretor executivo de Produtos Comerciais e Marketing da CETIP, (2012)). Porém a companhia, diferente da câmara de derivativos da BM&FBOVESPA, não assume a posição de contraparte central para as operações efetuadas em seu mercado, desta forma, não se expõe a perdas de capital.

Ao invés de servir como contraparte central para as partes dos contratos de derivativos de balcão, a CETIP oferece atualmente em parceria com a Clearstream, subsidiária do Deutsche Börse Group²³ o serviço de gestão de colateral²⁴, que possibilita o gerenciamento do risco bilateral do negócio. De acordo com Sant'Anna (2009) a gestão colateral é uma técnica de suavização de risco de crédito de contraparte ligada às transações com derivativos de balcão.

O elemento central deste serviço é a CETIPCOLATERAL, que proporciona aos seus clientes acesso em tempo real a todas as informações relacionadas às alocações de colateral e comporta o lançamento das exposições a serem cobertas. CETIP (2011) apresenta a CETIPCOLATERAL como um módulo de gestão de colateral que proporciona ferramentas de gestão de garantias em relações bilaterais, tornando possível desta forma a mitigação de risco para as transações com derivativos registradas no mercado de balcão, através da administração de ativos entregues como garantia. Todos os participantes autorizados a registrar contratos de derivativos na CETIP, podem ser usuários do sistema CETIPCOLATERAL. Porém, para ser usuário de tal sistema de gestão de colateral, o participante deve fazer um pedido formal junto a CETIP.

De acordo com o folheto explicativo sobre os serviços de gestão de colateral da CETIP e segundo Carlos Eduardo Ratto Pereira, em entrevista concedida, tal serviço se inicia com a existência de um risco bilateral que tem a necessidade de ser mitigado por colaterais elegíveis. Sendo assim, primeiramente as instituições devem calcular e notificar seu nível de exposição no CETIPCOLATERAL, ou então, elas podem contratar a CETIP para efetuar este cálculo. Com o nível de exposição calculado, o sistema alocará automaticamente o colateral, de maneira ótima, nas contas de colateral dos recebedores de garantia, tais ativos vêm das contas dos provedores de garantia. Os garantidos e os garantidores receberão por meio da CETIPCOLATERAL todas as informações referentes aos ativos nas contas de alocação e nas contas de colateral, e aos valores de exposição ligados a todas as relações bilaterais. E os participantes podem utilizar ativos registrados na CETIP e na SELIC (Sistema Especial de

²³ Bolsa alemã

²⁴ Ativo financeiro ou de qualquer outra natureza, dado como garantia por um devedor para avalizar determinado empréstimo.

Liquidação e Custódia) nas contas de alocação. CETIP (2011) salienta que uma das principais ferramentas que o sistema de gestão de colateral oferece é a possibilidade de aplicação de diferentes parâmetros que servirão de base para o sistema administrar ativos em garantia.

Segundo Sant’Anna (2009), o uso da gestão de colateral pode trazer os seguintes benefícios:

- i) - Mitigação do risco de crédito da contraparte;
- ii) - Diminuição da alocação de capital;
- iii) - Acréscimo no universo de prováveis contrapartes;
- iv) - Crescimento da liquidez do mercado; e
- v) - Viabilização de operações mais complicadas e de risco elevado.

Sendo assim, o modelo de gestão de colateral, por meio de uma infraestrutura de mercado baseada na regulação e na centralização de informações, consegue trazer para as negociações com derivativos de balcão mais transparência e flexibilidade, de forma a evitar transtornos referentes ao risco de crédito e a elevados níveis de alavancagem, pelas instituições participantes do mercado de balcão organizado.

De acordo com dados da CETIP o volume de registro de derivativos de balcão tem apresentado forte tendência de crescimento de abril de 2011 até abril de 2012, como mostra o Gráfico 1:

Fonte: CETIP/Market Report

Gráfico 1-Estoque de derivativos – Evolução

Fonte: CETIP/Market Report

Gráfico 2- Valor financeiro por tipos de derivativos registrados

Do total de R\$600 bilhões em estoque de derivativos, verificado no Gráfico 1, a maior parte (55%) do valor financeiro de derivativos registrados são Foreign Exchange, ou FOREX (FX), ou seja, divisas estrangeiras e a menor parte são de *commodities* que representam 1% do valor financeiro registrado, como deixa claro o Gráfico 2. Sendo que dentro desta última porcentagem do valor financeiro, a participação dos diferentes tipos de *commodities* se dá na seguinte proporção: açúcar 21,36%, alumínio 17,54%, petróleo 11,78%, soja 11,11%, zinco 10,13%, cobre 9,24%, café 7,17%, boi, 4,04%, níquel 3,74%, milho 3,17%, prata 0,42%, etanol 0,27%, estanho 0,04% (Informação fornecida por Boesso,(2012)).

Além das leis existentes e dos sistemas disponíveis na economia brasileira para se efetuar o registro dos derivativos, já apresentados por este trabalho. A fim de fortalecer ainda mais o fluxo de informações sobre os derivativos de balcão registrados na BM&FBOVESPA e na CETIP e de ir ao encontro da tendência internacional pós-crise de maior regulação e administração de risco, foi criada em 2010 a Central de Exposição a Derivativos (CED), que será exposta a seguir.

3.3.2.3 Central de Exposição a Derivativos (CED)

A Central de Exposição a Derivativos (CED) é uma empresa sem fins lucrativos, que foi lançada oficialmente em dezembro de 2010 e que iniciou o seu funcionamento dia 24 de março de 2011, é amparada legalmente na instrução da CVM nº486 de 17 de novembro de 2010, que acrescenta um artigo à Instrução nº467 de 10 de abril de 2008 da CVM, que dispõe sobre a aprovação de contratos de derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários. O artigo acrescentado diz que as entidades administradoras de mercados organizados podem, observado os dispositivos legais existentes,

criar estruturas de compartilhamento de informação a respeito de operações com contratos de derivativos negociados ou registrados em seus sistemas, com a finalidade de administração de riscos pelas instituições financeiras.

De acordo com Ennes (2010), a CED foi criada pela Federação Brasileira dos Bancos (FEBRABAN), pela BM&FBOVESPA e pela CETIP. Esta central agrupa as informações cadastrais, que os clientes já fornecem normalmente e as disponibiliza para as instituições financeiras. Logo, uma instituição financeira poderá consultar a central de dados e conferir se o seu cliente está muito exposto em outras posições de derivativos, antes de firmar um novo contrato.

Conforme o folheto explicativo publicado pelas três instituições fundadoras do CED, o objetivo desta central é trazer mais transparência ao sistema financeiro, uma vez que permitirá a visualização das posições com derivativos detidas pelos agentes brasileiros no mercado de bolsa e no mercado de balcão organizado e identificar de forma mais simples e rápida mudanças anormais nas posições, de maneira a complementar o sistema de informações e registro que já existe no país. Porém o CED não serve como instrumento de prospecção e de auditoria e nem substituirá procedimentos de análise de crédito.

Ainda segundo o folheto que trata da Central de Exposição a Derivativos, tal central funciona da seguinte forma: Uma empresa ao registrar (na BM&FBOVESPA ou na CETIP) alguma operação com derivativos terá suas informações referentes às posições assumidas em tal operação, armazenadas no órgão em que o registro foi efetuado. Quando por exemplo um banco vai realizar uma operação com esta empresa, ele pode verificar a exposição desta última aos derivativos, solicitando esta informação ao CED. Ao receber a solicitação, o CED emite uma ordem eletrônica, informando o CNPJ da companhia, à BM&FBOVESPA ou à CETIP que é de onde os dados são capturados. Depois que os dados são repassados à instituição que os solicitou, eles desaparecem da CED (o acesso às informações só é possível com autorização prévia do cliente). A Figura 4 mostra de forma simplificada o funcionamento de tal sistema:

Fonte: FEBRABAN, BM&FBOVESPA e CETIP
 Figura 4- Funcionamento do CED

Percebe-se que este é um sistema simples, que disponibiliza informações importantes para o sistema financeiro como um todo e principalmente para os agentes que negociam contratos de derivativos, seja no mercado de bolsa ou no mercado de balcão organizado, de forma que as instituições financeiras que venham a fazer negócios com estes agentes consigam ter uma idéia do seu grau de exposição. Acredita-se que tal central poderia ter evitado a situação ruim, já apresentada neste estudo, pela qual passaram algumas empresas brasileiras no período da crise de 2008, como a Sadia e a Aracruz, por estarem posicionadas contra a alta da cotação do dólar, no mercado de derivativos de câmbio de balcão.

A título de preservar o sigilo dos negócios, a central não informará a posição da empresa por tipo de contrato, mas sim o total consolidado. O sistema garante que o banco consulte as posições de uma companhia em quatro tipos de derivativos: moedas, taxas de juros, índices e *commodities* (MANDL, 2011). Estas informações são consolidadas pelo CED em formato de tabela como mostra a Figura 5:

Requisição ID:112345

Data/Hora da Requisição: 09/03/2012 14:27

CNPJ consultado: 123.654.123/1232-32

*Valores em BRL			Notional Máximo Cenário de Baixa		Notional Máximo Cenário de Alta	
	Fatores de Risco	Prazo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Taxas de Juros	Taxas de Juros - pré	Até 1 ano				
		Superior a 1 ano				
	Taxas de Juros outros	Até 1 ano				
		Superior a 1 ano				
Moedas	VC Dólares Americanos (pode conter exposição a cupom cambial)	Até 1 ano				
		Superior a 1 ano				
	VC Outras Moedas (pode conter exposição a cupom cambial)	Até 1 ano				
		Superior a 1 ano				
Índices	Ibovespa	Até 1 ano				
		Superior a 1 ano				
	Outros	Até 1 ano				
		Superior a 1 ano				
Commodities	Negociadas em BRL	Até 1 ano				
		Superior a 1 ano				
	Negociadas em Outras Moedas	Até 1 ano				
		Superior a 1 ano				

Fonte: Central de Exposição a Derivativos

Figura 5- Formato de apresentação dos dados disponibilizados pelo CED

A Ancord (2011) cita informações da FEBRABAN que dão conta de que a Central de Exposição a Derivativos deu início ao seu funcionamento, com a adesão de 8 instituições, que ao todo representam 90% dos ativos existentes no sistema bancário brasileiro. E a expectativa é que até dezembro de 2012, 18 bancos façam parte da central, sendo que o mercado potencial gira em torno de 60 instituições.

A longo prazo espera-se que a CED aumente a transparência do sistema financeiro, no que tange às negociações com derivativos, isso porque a mesma possibilita uma maior troca de informações entre as empresas e o mercado financeiro, através de um novo padrão de comunicação do mercado, que facilita o diálogo entre bancos e empresas e ao mesmo tempo controla o acesso às informações. E que também aumente a autorregulação efetiva, isso porque as informações do CED possibilitam um controle das exposições sem ser necessária a intervenção de reguladores (FEBRABAN, CETIP e BM&FBOVESPA- Folheto explicativo).

Contudo, fica evidente o esforço das autoridades do sistema financeiro em promover mecanismos de controle de derivativos de balcão organizado cada vez mais eficazes. E a criação do CED vem ao encontro desta intenção, uma vez que tal central contribui para a união e a informação dos dados sobre o posicionamento das empresas em contratos de derivativos, incluindo a modalidade de balcão organizado. O que ajuda a evitar a exposição excessiva de tais contratos, e, por conseguinte, contribui para evitar problemas de escala

maior, como os apresentados pelo mercado de derivativos de balcão norte-americano e europeu.

Sendo assim, pode-se afirmar que o mercado de derivativos de balcão brasileiro, graças à obrigatoriedade de registro das operações efetivadas neste ambiente, às várias regulamentações já existentes antes da crise de 2008, e às que surgiram depois deste período, é um mercado de balcão organizado, uma vez que existe um registro dessas transações em órgão que estão sob a supervisão da CVM e as informações sobre estes registros são disponibilizadas quando necessário, para evitar negociações com agentes que possuem alto grau de alavancagem.

4 O MERCADO BRASILEIRO DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO

Até agora foi apresentado o segmento organizado do mercado de balcão brasileiro, falou-se deste tipo de mercado para ações, títulos e derivativos, das suas principais características, de seu funcionamento e das suas formas de registro e liquidação. Lembrando que neste trabalho o adjetivo organizado está sendo usado para o segmento do mercado de balcão que tem suas negociações apesar de caracterizadas como de balcão, administradas ou registradas por algum órgão autorizado pela CVM, o que confere menor risco e mais transparência para as negociações.

Neste capítulo tratar-se-á do mercado de balcão não organizado brasileiro, de modo a identificar alguns dos contratos efetivados dentro deste ambiente, suas características e os agentes que atuam dentro deste mercado. Buscar-se-á também, entender o porquê que muitos agentes e empresas preferem fazer negócio neste ambiente, uma vez que ele é menos transparente e oferece maior risco.

É de suma importância ressaltar, que pelo fato da maioria dos negócios deste mercado não serem registrados, como será salientado posteriormente, as informações e os dados sobre eles são escassas e muitas vezes desconhecidas, logo há uma dificuldade muito grande em “tatear” e organizar um conteúdo informacional substancial sobre este assunto. Por este motivo, a análise deste capítulo ficará restrita apenas aos contratos de balcão não organizado utilizados na agropecuária. Este segmento de contrato de balcão não organizado foi escolhido por ser amplamente utilizado pelos produtores como fonte de financiamento da produção, logo inicialmente, seria relativamente mais fácil de obter informações sobre ele. Porém, deve-se deixar claro, a igual importância que os outros segmentos de contratos de balcão não organizado possuem, sendo que só não foram incluídos neste trabalho, devido ao longo tempo de pesquisa que seria demandado para reunir informações relevantes sobre eles.

4.1 Definição e caracterização das negociações do mercado de balcão não organizado brasileiro

Segundo o artigo 4º da Instrução da CVM nº461 de 23 de outubro de 2007, são transacionados no mercado de balcão não organizado valores mobiliários sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda a definição do artigo 3º desta

mesma Instrução (tal artigo foi apresentado no capítulo anterior deste trabalho) ²⁵. Ainda de acordo com o artigo 4º, os intermediários das transações ocorridas neste tipo de mercado, podem ser as instituições financeiras e as demais sociedades que tenham por objetivo distribuir emissão de valores mobiliários, as sociedades que tenham por objetivo a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para revendê-los por conta própria e as sociedades ou agentes autônomos que exerçam atividade de mediação na negociação de valores mobiliários.

Além disso, a Instrução nº 461 de 23 de outubro de 2007 possui um parágrafo único, que decreta que a negociação de valores mobiliários, que resulta do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação também para revenda por conta própria, é considerada como de balcão não organizado.

Ou seja, as negociações do mercado de balcão não organizado não são firmadas nem registradas em ambiente organizado, isto é, em órgãos ou instituições devidamente autorizadas a funcionar e fiscalizadas pela CVM. Este fato faz com que tais negócios se tornem menos transparentes, já que não existe um controle destes através de um sistema que armazene e divulgue os dados, como por exemplo, o CED dentro do mercado brasileiro de balcão organizado de derivativos. E também mais arriscadas, uma vez que a partir do momento em que não se tem um controle das transações deste mercado, muitos agentes que nele realizam transações, podem estar excessivamente alavancados e continuar a realizar negócios com integrantes do mercado que desconheçam sua posição de elevado risco. E como não existe uma câmara de compensação (*clearing*), o risco de crédito da contraparte é alto, já que se uma das partes do contrato não cumprir com as suas obrigações, a outra incorrerá de prejuízo e, por conseguinte terá que recorrer à justiça comum²⁶.

Já foi evidenciado que o mercado de derivativos dos Estados Unidos era totalmente inserido no ambiente de balcão não organizado. No Brasil, viu-se que a situação é totalmente oposta, uma vez que a legislação atual só reconhece a validade dos derivativos registrados em

²⁵ Art. 3º Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros.

§1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado.

§2º Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser administrados por entidades administradoras autorizadas pela CVM. (Instrução CVM nº461 de 23 de outubro de 2007).

²⁶ O que não significa que a justiça comum não tenha competência para resolver este tipo de problema, mas como a *clearing* é um degrau entre a solução entre as partes e a solução na justiça comum, a sua existência resolveria os problemas de maneira mais rápida e menos burocrática.

órgãos devidamente autorizados pelas autoridades competentes, logo, somente os derivativos de balcão organizado são considerados como válidos. Sendo assim, no mercado brasileiro de balcão não organizado, são transacionados outros tipos de contratos que não os de derivativos. Estes contratos podem ser o de CPR de gaveta, o de soja verde, o de troca de insumo por produto, dentre outros conhecidos como fontes alternativas de crédito para a agropecuária. (Posteriormente estes contratos serão tratados com mais detalhes). É patente que também existem contratos de balcão não organizado fora do âmbito do agronegócio, porém pela dificuldade de se encontrar informações sobre este tipo de contrato de maneira geral, optou-se por analisar somente aqueles de balcão não organizado, que servem como fonte alternativa para o financiamento da produção agropecuária, como já foi justificado no início deste capítulo.

4.1.1 O surgimento dos contratos de balcão não organizado como fontes alternativas de crédito para a agropecuária

Antes de adentrar propriamente na definição e na discussão dos contratos de balcão não organizados, por meio dos quais os produtores conseguem crédito para sua produção, será feita uma breve exposição da situação do crédito rural brasileiro que levou ao surgimento de novas formas de financiamento por meio dos contratos de balcão aqui estudados.

Almeida (2008), Gonçalves et al.(2005) e Rezende e Zylbersztajn (2011) apontam que o aparecimento das fontes alternativas de crédito para a agropecuária citadas anteriormente, pode ser creditado à falta de oferta de crédito rural por parte do setor público. Isso porque de acordo com Gasques e Conceição (2001), no final de década de 80 e começo da década de 90, ocorreu um esgotamento do sistema tradicional deste tipo de financiamento, que era pautado principalmente nos recursos do Tesouro Nacional. Logo o Estado brasileiro diminuiu sua intervenção no agronegócio com uma redução drástica dos subsídios destinados à agricultura e com o desmonte do aparelho estatal ligado ao financiamento rural (LIMA FILHO et al., 2007).

Segundo Silva (2006), a política pública de crédito rural passou por basicamente quatro períodos distintos, o primeiro foi de 1966 a 1979: quando os recursos eram crescentes e o crédito era subsidiado pelo setor público; o segundo foi de 1980 a 1989: quando os recursos já estavam escassos; o terceiro de 1990 a 1996: período de preparação para o abandono do crédito rural como financiamento da agropecuária e o último de 1996 até hoje: maior envolvimento do setor privado na criação de crédito para o setor rural. E é justamente desta maior dedicação do setor privado agropecuário para a obtenção de financiamento, devido à

escassez de crédito público, que surgiram os novos instrumentos de crédito negociados no mercado de balcão não organizado, que já foram aqui citados e serão melhor detalhados a seguir.

De acordo com Gonçalves et al. (2005), neste período, a saída para o produtor rural foi apelar para o mercado informal de crédito, que passa a responder por uma parcela significativa dos financiamentos. Gonzalez (2011) salienta que para não perder a dinâmica adquirida, a economia rural começou a fazer uso de créditos privados, alavancados em estruturas informais como as negociações de escambo (conhecidas no ambiente agrícola pelo jargão “troca-troca”) e contratos a termo (como os de soja verde), logo a escassez de crédito fez com que os agentes se movessem na busca de alternativas que proporcionassem o financiamento privado das safras e da comercialização propriamente dita. Belik e Paulillo (2001, p.106) também argumentam nesta linha:

Nesse sentido, formas alternativas de financiamento agropecuário tem surgido, pautadas nas interações financeiras dos agentes privados - empresas de processamento, empresas de máquinas e insumos agropecuários, agricultores integrados, *traders*, securitários, etc. Neste mecanismo, onde os preços atuais e futuros das *commodities* agrícolas são fixados, os recursos privados foram canalizados como objetivo de garantir a agilidade na comercialização física e no financiamento das culturas. Nesse cenário alternativo de financiamento agropecuário no país, destacam-se o sistema de soja verde, títulos privados, certificados de mercadorias negociados em bolsas de mercadorias e o da troca de produtos por insumos utilizados pela indústria, que avançou mais nos segmentos da soja e do café.

Considerando que para Almeida e Franca (1993), o crédito rural formal é o empréstimo feito pelas instituições do sistema financeiro na esfera do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR)²⁷ e sob a supervisão direta do governo. Tem-se que os financiamentos informais são aqueles realizados fora do controle do governo, de forma que não são previstas pelo SNCR, logo o crédito buscado pelos produtores no setor privado, após a drástica diminuição do subsídio público, esta inserido no segmento de financiamentos informais. Os autores acima consideram a existência de quatro tipos mais comuns de transações financeiras informais no setor rural, que são as seguintes: i) empréstimo em dinheiro realizado fora do sistema bancário; ii) operação de escambo tipo insumo-produto ou serviço-produto; iii) compras e vendas antecipadas de produção e iv) empréstimos e poupanças feitos por grupos de poupança ou associações de poupança e crédito rotativo estabelecidos pelos próprios produtores. As negociações de mercado de balcão não organizado que serão expostas ao

²⁷ De acordo com o artigo 7º da Lei n.4829 de 5 de novembro de 1965 as instituições que fazem parte do SNCR são: O Banco Central do Brasil, o Banco do Brasil S.A., o Banco de Crédito da Amazônia S.A., o Banco do Nordeste do Brasil S.A. e o Banco Nacional de Crédito Cooperativo.

longo deste capítulo se enquadram nestas divisões apresentadas, e tão logo fazem parte da classificação de financiamento informal proposta por Almeida e Franca (1993).

Almeida e Franca (1993) alocam as principais diferenças entre o crédito formal e o crédito informal em forma de tabela (que é exposta na página a seguir), baseando-se nas informações de Araújo e Almeida (1992) e tornando clara a disparidades existentes entre tais modalidades de crédito.

Analisando a Tabela 1, fica evidente que o crédito informal, que dentre outras maneiras é obtido através dos contratos de balcão não organizado, tem custos financeiros maiores que o crédito formal, porém o seu custo de transação, a burocracia envolvida e a demora na liberação dos recursos são menores. Isso porque, como também é salientado na Tabela 1, os agentes que são envolvidos nas negociações de crédito formal são bancos e cooperativas de crédito, ou seja, instituições que se cercam de cuidados e garantias formais antes de liberarem qualquer tipo de crédito, já que são fiscalizados pela CVM. Por sua vez os agentes envolvidos nas negociações informais de crédito, são agentes que não são fiscalizados pelo órgão citado acima, logo não são obrigados a seguir regras rígidas para o fornecimento de crédito. De acordo com Araújo e Almeida (1992), quando se trata de transações informais o conhecimento entre as partes (emprestador e tomador) e a confiança mútua são a base das operações.

Tabela 1- Principais diferenças entre crédito formal e crédito informal

Item	Crédito Formal	Crédito informal
Valores Transacionados	+	-
Prazos de Empréstimos	+	-
Custos Financeiros	-	+
Custos de Transação	+	-
Área de Atuação	+	-
Garantias Exigidas	+	-
Reciprocidades	financeiras	pessoais
Burocracia	+	-
Demora na liberação de recursos	+	-
Finalidades Imprevistas (doenças, consumo familiar, adversidades climáticas, investimentos de alto risco)	Não	Sim
Agentes	Bancos e Cooperativas de crédito	Agiotas, vendedores de insumos, casas de penhor, parentes, grupos de poupança, ROSCAS*, corretores de empréstimos, instituições financeiras não regulamentadas

+ (maior); - (menor)

*Rotating Savings and Credit Associations

Fonte: Almeida e Franca (1993).

Ainda segundo Araújo e Almeida (1992), quando o produtor não consegue obter crédito formal, por qualquer motivo, como por exemplo, falta de garantias para oferecer no empréstimo, o mercado informal aparece como opção para se obter recursos externos. Dentro do mercado informal de crédito existe uma vasta gama de contratos tidos como instrumentos de obtenção de financiamento, sendo que estes não são negociados exclusivamente no ambiente de balcão não organizado agropecuários, porém devido ao enfoque deste trabalho, serão expostos somente aqueles negociados no mercado em questão neste capítulo.

4.1.2 Contratos de soja verde

O contrato de soja verde é em linhas gerais, um contrato que começou a se apresentar em grande volume a partir da década de 90, em que a produção (na grande maioria das vezes de soja) era vendida para uma empresa antes de ser efetuada a colheita. Este contrato funciona da seguinte maneira: mediante o estabelecimento desta venda futura, um adiantamento em dinheiro é concedido pela empresa. Este contrato tende a ser padronizado, com o preço e a quantidade determinados no fechamento, com base no preço futuro (REZENDE, 2008). Ou seja, o contrato aqui em questão serve como instrumento para o produtor financiar sua produção, ao mesmo tempo em que serve para as empresas agroindustriais e/ou de exportação como instrumento para garantir antecipadamente a compra de pelo menos parte da matéria prima, permitindo assim que estas assumam compromissos tanto no mercado interno como no externo (GONÇALVES, et. al., 2005).

Este contrato tem seu registro efetuado em cartório para entrega futura, podendo ter preços fixos ou a fixar, com base legal no artigo 192 do Código Comercial e no artigo 1126 do Código Civil, que legislam sobre o registro e o contrato futuro. Ele também possui descontos antecipados de juros e encargos financeiros, com o intuito de dar garantia ao empréstimo fornecido pela empresa, sendo que valor dos juros e dos encargos varia de acordo com o perfil dos clientes (GONÇALVES et al. 2005). Também são estabelecidas no fechamento do contrato de soja verde, garantias reais, como a propriedade rural ou parte dela. A maioria destes contratos também é garantida através da emissão de uma CPR, que pode ser registrada ou de gaveta. (REZENDE, 2008)

Almeida (2008) lembra que pode existir uma grande fragilidade na eficiência dos contratos de soja verde, quando o cenário econômico apresenta grande diferença entre os preços fixados nos contratos e os preços do mercado no período da liquidação. Isso porque quando o preço estipulado fica abaixo do preço de mercado, abre-se a oportunidade de quebra

contratual por parte dos produtores. Ou então quando o preço estipulado fica acima do preço de mercado, quem pode querer quebrar o contrato é a empresa que tinha se comprometido em receber a produção.

Em seus estudos, Rezende (2008) apresenta uma situação real de quebra de contrato: na safra de soja de 2003/ 2004 um grande número de produtores vendeu a sua produção antecipadamente, utilizando contrato de soja verde, com um preço médio de US\$10,00 a saca de 60 kg, porém no período da entrega do produto a cotação chegou a US\$17,00, o que gerou conflito entre os produtores e as empresas, já que os primeiros sairiam perdendo se cumprissem com os contratos, logo uma parte dos produtores acabou por descumpri-los.

No entanto, Rezende (2008) afirma que a grande parte dos agricultores tenta cumprir seus contratos e esta atitude funciona como um mecanismo privado de prevenção de conflitos, já que não existe um mecanismo de *clearing*. Isso porque principalmente no mercado de soja, os contratos são renovados todo o ano, e o descumprimento deste pode trazer retaliações e sanções econômicas nas próximas negociações, logo o produtor zela pela sua reputação no mercado. Essa afirmação gera algumas controvérsias, já que como os contratos são baseados em lei, existe um mecanismo legal que garante respaldo à parte prejudicada, mesmo não havendo uma legislação específica.

Logo, pode-se perceber que no contrato de soja verde uma garantia relevante é a reputação dos agentes que participam do negócio: o produtor não rompe o contrato para manter uma boa reputação perante a empresa e esta renovar o contrato a cada ano. Por outro lado a empresa não descumpra o contrato, para mantê-lo vigorando no futuro, já que necessita da produção para realizar seus negócios.

Seguindo a mesma linha do contrato de soja verde, que é arrecadar recursos para o setor rural, o Banco do Brasil realizou vários estudos que culminaram na proposta de criação da Cédula de Produto Rural (CPR) que tem qualidades de título financeiro e de contrato a termo e que será tratada a seguir (GONZALEZ, 1999).

4.1.3 Cédula de produto Rural (CPR)

Antes de ser tratado essencialmente da CPR de gaveta que é negociada no âmbito do mercado de balcão não organizado, será traçado inicialmente um panorama geral deste instrumento de crédito rural.

De acordo com Nuevo (1996) a CPR é um título cambial líquido e certo, que representa a promessa de entrega de produtos rurais, com ou sem garantia cedularmente constituída, transferível por endosso e exigível pela qualidade e quantidade de produto nela

calculado. Em outras palavras, na CPR a captação de recursos é indexada à quantidade do produto negociado. Sua criação foi baseada nas cédulas de crédito rural e industrial, criadas pelos Decretos- Lei nº167 de 14 de fevereiro de 1967 e nº413 de 09 de janeiro de 1969.

Sendo assim, a CPR é um instrumento de crédito que representa uma determinada quantidade de mercadoria que pode existir ou não no momento de sua assinatura. O produtor que a emite, assume o compromisso de entregar tal mercadoria, de acordo com os termos descritos em tal cédula ao detentor da CPR, que nada mais é do que o verdadeiro detentor do produto. (VIAN, 2005). Logo a CPR é uma forma dos produtores rurais anteciparem a receita da sua produção, o que corrobora para o financiamento da agropecuária. A mesma ainda traz ao produtor recursos financeiros no período e no volume que lhe for mais conveniente, já que tal título pode ser negociado em qualquer fase da produção: desde antes do plantio até a colheita. A Figura 6 representa de forma didática a sistemática de uma CPR:

Fonte: Elaboração da própria autora
Figura 6- Sistemática da CPR

A Cédula de Produto Rural foi instituída pela Lei nº 8.929 de 22 de agosto de 1994 como uma promessa de entrega de produtos rurais, com ou sem cédula de garantia constituída. De acordo com o artigo 3º desta lei, uma CPR deve conter as seguintes informações: i) denominação “Cédula de Produto Rural”; ii) data da entrega do produto; iii) nome do credor e cláusula à ordem; iv) promessa pura e simples de entrega do produto, sua indicação e as especificações de quantidade e qualidade; v) local e condição de entrega; vi) descrição dos bens cedularmente vinculados em garantia; vii) data e lugar da emissão; e viii) assinatura do emitente. Além dessas informações essenciais, a CPR pode conter outras, que podem variar dependendo do emitente e do produto negociado.

A cédula aqui em questão pode ter validade somente entre as partes, ou seja, apenas entre vendedor e comprador, ou então pode ter sua garantia (aval) ²⁸ efetuada por uma instituição financeira. (GONZALEZ, 1999). No que tange às garantias, elas podem se

²⁸ O aval nada mais é do que a cobertura do risco financeiro da operação, no que tange à obrigação do produtor.

encontrar nos moldes de penhor de bens passíveis de penhor rural²⁹, mercantil³⁰ ou cedular³¹, de hipoteca de imóveis urbanos e rurais ou de alienação fiduciária. (ANDIMA; CETIP 2008). O Banco do Brasil foi a primeira instituição a avalizar a CPR (BB-CPR), cobrando uma taxa, pelo aval efetuado.

Os principais atributos da CPR de acordo com GONZALEZ (1999) são:

- i)- Ela é um título líquido e certo, transferível por endosso e exigível pela qualidade e quantidade do produto nele previstos;
- ii)- Admite a vinculação de garantias na forma cedular, livremente ajustadas entre as partes;
- iii)- Não responde os endossantes pela entrega do produto, apenas pela existência da obrigação; e
- iv)- Responsabiliza o avalista do emissor pela entrega do produto.

Basicamente as Cédulas de Produto Rural podem se diferenciar em dois tipos, de acordo com a forma de liquidação. A CPR física que prevê a entrega física como forma de liquidação, é a mais antiga, já que até janeiro de 2000 a entrega do produto vinculado à CPR era a única forma de se liquidar este título. Porém, esta forma de encerrar as obrigações devidas interessava quase que exclusivamente aos agentes do agronegócio. Os investidores por sua vez se viam excluídos deste mercado, por não desejarem receber o produto ou devido à imposição legal, não poderem fazê-lo, como acontecia no caso dos fundos de investimento, o que fez surgir a proposta de uma cédula de produto rural com liquidação financeira (GONZALEZ, 2011).

Sendo assim com a medida provisória nº 2.017 de 17 de fevereiro de 2000, que em 14 de fevereiro de 2001 foi convertida na Lei nº 10.200, tornou-se permitida a liquidação financeira da CPR. Mas para tanto, deve ser observada as seguintes condições:

- i)- Deve estar claro no corpo da CPR, as referências necessárias à clara identificação do preço ou do índice de preço a ser utilizado no resgate de tal título, a instituição responsável

²⁹ Segundo o Código civil, podem servir de penhor agrícola as colheitas pendentes ou em via de formação, frutos acondicionados ou armazenados, carvão vegetal e lenha cortada, animais de serviço ordinário de estabelecimento agrícola e máquinas e instrumentos agrícolas. E de penhor pecuários os animais que fazem parte da atividade agrícola, pastoril ou de laticínios.

³⁰ De acordo com o Código Civil podem ser usados para penhor mercantil aparelhos, materiais, máquinas, instrumentos instalados e em funcionamento, com ou sem acessórios, animais utilizados na indústria, sal e bens usados às explorações salinas, produtos de suinocultura, animais destinados à industrialização de carnes e derivados, produtos industrializados e matérias – primas.

³¹ Além dos bens utilizados para penhor mercantil e penhor rural, podem ser objeto de penhor cedular bens e acessórios usados em serviços rurais, dentre eles veículos automotores ou não, máquina e utensílios utilizadas no preparo de rações ou beneficiamento, dentre outras coisas.

por seu cálculo ou divulgação, a praça ou o mercado de formação do preço e o nome do índice;

ii)- Os indicadores de preço do item acima devem ser apurados por instituições sérias e de credibilidade junto às partes contratantes, que promovam divulgações periódicas desses índices, preferencialmente diária e de fácil acesso, de forma a estarem facilmente disponíveis para as partes contratantes;

iii)- Também deve estar claro na CPR a caracterização de seu nome, seguida pela expressão “financeira”.

Em termos formais, a CPR com liquidação financeira tem os mesmos atributos da CPR física, no que tange a sua classificação como título financeiro (GONÇALVES et al., 2005). Porém na CPR financeira, o pagamento feito ao credor é em dinheiro na data de vencimento, sempre baseado no preço ou índice de preço multiplicado pela sua quantidade especificada nos títulos. Sendo assim, o financiamento ao produtor fica desvinculado da entrega da produção. A criação de uma CPR com liquidação financeira teve como motivação oferecer atratividade aos investidores que não querem ou que não podem por motivos legais, receber o produto no momento da liquidação da cédula. A consequência natural desta atratividade aos investidores seria trazer para o produtor uma forma atrativa de obter recursos, para suprir suas necessidades de capital na condução de sua produção e da comercialização de seu produto (GONZALEZ, 2011).

Já que segundo Gonzalez e Marques (2000), os investidores podem fazer parte de um mercado de CPR com liquidação do tipo financeira, se estiverem presentes pelo menos as duas condições seguintes: i) a certeza quanto ao não recebimento do produto sob o qual o título foi negociado e ii) a possibilidade de obtenção de lucro.

A Cédula de Produto Rural tanto de liquidação física, quanto de liquidação financeira, pode ser negociada no sistema financeiro, tanto no âmbito organizado, ou seja, em ambiente de bolsa ou de balcão organizado, quanto no ambiente não organizado. Se a mesma for transacionada na esfera organizada do sistema financeiro, é obrigatório o seu registro em um sistema de registro e liquidação financeira, gerido por entidade autorizada pela CVM, pois vai ser a partir daí que a cédula vai adquirir qualidade de ativo financeiro. (ANDIMA, 2008).

O sistema de registro e liquidação citado acima, já foi explorado por este trabalho, o mesmo se refere à CETIP S.A. Balcão Organizado de Ativos e Derivativos e a BM&FBOVESPA S.A. Na CETIP, no que tange às CPR's, são disponibilizados serviços de registro e de custódia eletrônica das operações previamente realizadas, inclusive das negociações efetuadas via telefone, bem como à compensação e liquidação das CPR's nos

Sistemas de Registro, de Custódia Eletrônica e de Compensação e liquidação. Além dos serviços de negociação e cotação de operação dos títulos nela depositados, nos Módulos de Negociação por Oferta e de Negociação por Leilão e no Serviço de Cotação, que fazem parte do Sistema de Negociação Eletrônica (CETIP S.A., 2010).

O registro da CPR é efetuado pelo agente registrador, que de acordo com o Manual de Normas de CPR da CETIP S.A. (2010), pode ser um banco comercial, um banco de desenvolvimento, um banco de investimento, um banco múltiplo, uma corretora de mercadorias, uma sociedade corretora de títulos e valores mobiliários, uma sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, uma sociedade seguradora, mas exclusivamente de CPR de Produto das quais seja garantidora, e demais pessoas jurídicas, mediante prévia aprovação do Diretor Geral. O registrador da CPR é responsável por verificar a existência, a autenticidade, a validade e a regularidade da CPR, a sua conformidade com as disposições das normas legais e regulamentares aplicáveis e com as regras estabelecidas no regulamento da CETIP. Além disso, ele também é responsável pela guarda do título, assumindo, para todos os efeitos legais, a qualidade de fiel depositário, ou por contratar, sob sua inteira responsabilidade, instituição legalmente autorizada a atuar como tal, além de ficar sob sua responsabilidade a manifestação sobre o pagamento do valor do evento de CPR financeira, confirmando-o ou recusando-o.

Já na BM&FBOVESPA as CPR's são registradas no Sistema de Registro e Custódia de Títulos do Agronegócio (SRCA), que é um sistema reconhecido e autorizado pelo Banco Central para registrar títulos do agronegócio como as cédulas aqui em questão ou outros como o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), *Warrants* Agropecuários (WA), etc.

Segundo ANDIMA (2008) após as CPR's serem registradas, elas poderão ser negociadas em mercado secundário nas seguintes formas: em ambientes eletrônicos de negociação como na CETIP, através de seu sistema eletrônico de negociação e na Bolsa Brasileira de Mercadoria (BBM), por meio de seus ambientes de transação de títulos. Ou em qualquer mercado de balcão organizado por intermédio de uma instituição financeira ou outro tipo de instituição autorizada a funcionar pela CVM.

Até agora falamos das CPR's físicas ou financeiras que são avalizadas por instituições financeiras e registradas na CETIP ou na BM&FBOVESPA, logo estas CPR's, de acordo com as definições usadas por este trabalho, podem ser consideradas como títulos de balcão organizado. Elas são consideradas mais seguras, ou possuem menores riscos de inadimplência, se comparadas com seus precursores contratos de soja verde. Porém como o intuito deste capítulo é tratar dos contratos de balcão não organizado, será apresentado agora

um tipo de CPR que não é transacionada e nem possui aval e/ou registro em órgãos devidamente autorizados pela CVM.

4.1.3.1 Cédula de Produto Rural (CPR) de gaveta

A CPR de gaveta é geralmente negociada por grandes empresas ligadas economicamente ao produto, seja para comercialização, exportação ou processamento, com o objetivo de garantir o seu fornecimento futuro. As transações utilizando a CPR de gaveta podem acontecer de várias formas: um produtor pode emitir uma CPR de gaveta para uma grande *trader* em troca de dinheiro para financiar sua futura posição ou ainda um produtor pode emitir uma CPR de gaveta para um banco de financiamento em troca de recursos para financiar a sua produção. Algumas vezes as partes envolvidas em uma CPR de gaveta podem registrá-la em cartório, porém este registro não tem a mesma validade daquele exposto nas subseções anteriores, efetuado em órgãos autorizados pelo pela CVM, logo não faz com que estes contratos sejam considerados como de balcão organizado.

Por não ser registrado, esse tipo de CPR pode oferecer riscos de crédito para aquele que a recebe, isso porque o emitente pode simplesmente não cumprir com suas obrigações. Além disso, a CPR de gaveta não pode ser comercializada no mercado secundário da mesma forma que as CPR registradas.

Belik e Paulillo (2001) estimam que as CPR's de gaveta movimentem mais de R\$ 4 bilhões a cada safra no Brasil, porém elas não são contabilizadas, seja porque são provenientes de operações informais que estão fora do âmbito da fiscalização ou porque o custo do aval é considerado alto para os pequenos produtores (0,4% a 0,6% em cada operação).

A CPR de gaveta e o contrato de soja verde, talvez sejam os contratos de mercado de balcão não organizado mais comentados em trabalhos de cunho acadêmico, porém existem muitos outros tipos de contratos efetuados entre produtores e grandes empresas do setor agropecuário, sem nenhum tipo de registro em algum órgão autorizado, e que desta forma, se incluem no âmbito do mercado de balcão não organizado brasileiro. Como o contrato a fixar em que produtor se compromete a entregar a produção, mas sem definir o preço, isso por que este contrato permite que produtor escolha o momento mais favorável de preço para sua produção durante toda a vigência do contrato, dentre outros.

Logo, pode-se perceber que os instrumentos de obtenção de crédito, cujos contratos se enquadram no âmbito do mercado de balcão não organizado, apresentam mais risco de crédito do que o financiamento formal, já que a maioria dos acordos é realizada na base da confiança

e da manutenção de reputação, muitas vezes com registro apenas em cartório, o que obriga as partes em caso de não cumprimento do contrato, a recorrerem à justiça comum³². É justamente por este maior risco oferecido, que tais contratos podem apresentar elevadas taxas de juros, cobradas pela parte que empresta o dinheiro e espera receber em troca a produção.

Porém os contratos de balcão não organizado podem contar com mais um tipo de registro, além daquele feito em cartório. Tais contratos podem ser registrados na Bolsa Brasileira de Mercadorias, que como veremos a seguir possui um sistema de registro próprio, fora a égide da CVM e que pode oferecer algumas garantias às partes do contrato.

4.2 Bolsa Brasileira de Mercadorias

A Bolsa Brasileira de Mercadorias (BBM) é uma associação civil, sem fins lucrativos, regida por um estatuto social, pelas disposições legais e regulamentos aplicáveis. Fruto da fusão das bolsas de mercadorias dos estados do Rio Grande do Sul, Paraná, Mato Grosso do Sul, Minas Gerais, Ceará, Goiás e Uberlândia, que em 2002 se vincularam à BM&F, em busca da integração entre a bolsa de mercados físicos e a de futuros. (AGRONEGÓCIO..., 2011). Seus proprietários são a BM&FBOVESPA que é detentora de 203 títulos patrimoniais e as Corretoras de Mercadorias Associadas, que juntas detém 202 títulos patrimoniais (IAGRO..., 2012).

Segundo IAGRO [...] (2012) a bolsa de mercadorias aqui em questão foi criada para ser a bolsa do agronegócio brasileiro, onde por meio de um endereço eletrônico fosse possível promover o encontro de produtores, cooperativas, exportadores, comerciantes, instituições financeiras, governo e outros agentes interessados na realização de negócios. Sua sede administrativa esta em São Paulo e suas atividades operacionais são realizadas por meio de suas Centrais Regionais de Operação (CRO's) localizadas em São Paulo, Porto Alegre, Belo Horizonte, Uberlândia, Campo Grande, Goiânia, Curitiba e Fortaleza.

De acordo com IAGRO [...] (2012) e com o próprio site da BBM, tal bolsa oferece os seguintes produtos e serviços:

-Leilões da Política Agrícola: A BBM participa dos leilões dos estoques governamentais e dos instrumentos de apoio à comercialização, isso porque esta bolsa apóia a Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) na execução da Política do Governo Federal de Garantia de Preços Mínimos. As Centrais Regionais de Operações (CRO's) da

³² Vale lembrar mais uma vez que recorrer à justiça comum no caso citado não é um problema, porém a existência de um sistema de *clearing* tornaria as coisas mais fáceis e menos burocráticas.

BBM possuem instalações adequadas para realizar os leilões da CONAB e atender os seus clientes e corretores.

-Leilões de Produtos agropecuários: Estes leilões foram criados para atrair para o ambiente da bolsa os negócios realizados no mercado informal de produtos agropecuários, já que este último mercado apresenta riscos inerentes às suas negociações. A BBM disponibiliza telas que permitem a inclusão de todas as informações necessárias para a realização dos negócios, como por exemplo: quantidade, qualidade, local de depósito, data e local de retirada ou entrega do produto, preços, dentre outras.

-Licitações públicas e compras privadas: A BBM utiliza o sistema BBMNET para realizar licitações públicas e compras eletrônicas. Tal sistema, está preparado para realizar de maneira eletrônica tanto os leilões e as licitações promovidos pela administração pública, quanto os leilões e as compras promovidas pelas empresas do setor privado. O objetivo da bolsa com este sistema é proporcionar aos seus usuários maior segurança, agilidade, economia de tempo, dentre outros benefícios.

-Registro de Negócios de Balcão: A BBM registra negócios de balcão não organizado intermediados por corretoras, nas seguintes modalidades: i) registro de contrato de compra e venda a termo de produtos agropecuários e ii) registro de contratos de compra e venda a termo de algodão em pluma (SINAP Registro).

- Registro de informações de negócios de algodão em pluma (SINAP Cadastro): Registra as informações dos contratos de balcão não organizado de algodão em pluma que são efetuados diretamente entre vendedores e compradores. A intenção é produzir estatísticas confiáveis do mercado de algodão em pluma, que possam ser utilizadas pelos agentes no planejamento do plantio e da comercialização da safra brasileira deste produto.

-Câmara arbitral do agronegócio: Destina-se a arbitragem dos contratos de balcão não organizado de compra e venda de algodão e outros produtos que contenham a cláusula de adesão ao juízo arbitral³³ e que tenham registro no SINAP ou em outro sistema de bolsa.

-Iagro: Banco de dados que concentrará as informações das transações realizadas entre produtores e cooperativas com os demais agentes do agronegócio. Este sistema ainda não está operando, mas quando começar a funcionar irá registrar informações de modo a possibilitar mais transparência nas negociações realizadas entre os agentes do agronegócio.

Todos os produtos e serviços elencados acima mostram o funcionamento abrangente da BBM dentro do agronegócio brasileiro. Eles foram apresentados superficialmente com

³³ Na próxima seção tratar-se-á sobre o juízo arbitral.

informações retiradas do site da própria BBM e da fonte IAGRO [...] (2012). Contudo, os quatro últimos tópicos expostos anteriormente merecem ser estudados mais profundamente, uma vez que tratam do registro e das informações de registro de contratos de balcão não organizados, que como será mostrado na próxima subseção, não torna os contratos parte do segmento organizado, já que a BBM não está sob a jurisdição da CVM, mas sim como já vimos acima, responde ao seu estatuto social, às suas disposições legais e aos regulamentos aplicáveis.

4.2.1 Os contratos agropecuários de balcão não organizado registrados na Bolsa Brasileira de Mercadorias

Como foi mostrado, a Bolsa Brasileira de Mercadorias é uma associação civil sem fins lucrativos, cuja proprietária majoritária é a BM&FBOVESPA, porém a BBM é uma empresa independente que possui estatuto e regulamento próprio e não é supervisionada pela CVM, apesar de sua proprietária, como já foi mostrado anteriormente, ser fiscalizada por tal órgão. Também foi apresentado que a bolsa de mercadorias aqui em questão faz registro de contratos de balcão e é exatamente sobre este serviço e sobre outros também relacionados com o mercado de balcão não organizado, oferecidos pela BBM, que esta subseção irá tratar de maneira mais aprofundada.

A BBM oferece para os agentes que negociam contratos agropecuários de balcão não organizado a possibilidade de fazer o registro de tais contratos em seus sistemas, como já foi mostrado brevemente na subseção anterior. Tal registro é dividido em duas modalidades, o de contratos de balcão não organizado de compra e venda de produtos agropecuários e os de contrato de balcão não organizado de compra e venda de algodão em pluma, conhecido como SINAP registro. Para fazer uso destes serviços existem custos de intermediação e custos de registro.

Os contratos de balcão não organizados, seja os agropecuários ou especificamente os de algodão em pluma, que são registrados na bolsa de mercadorias aqui em questão, são aqueles firmados fora do ambiente de bolsa e intermediados por corretoras, estas últimas é que trazem os contratos para o registro. Ao se registrar o contrato, todas suas informações são inseridas no sistema da bolsa e a partir de então se passa a permitir que o negócio seja submetido ao regulamento do juízo arbitral. Porém a liquidação do contrato continua sendo feita entre as partes interessadas, ficando a BBM isenta de qualquer obrigação de liquidação ou de compensação dos contratos.

Segundo o artigo primeiro do ofício circular de 4 de fevereiro de 2004 da própria BBM, o juízo arbitral tem como objetivo a solução de questões de qualquer natureza, originadas de contratações firmadas no âmbito da bolsa de mercadorias por seus associados ou por quaisquer terceiros, levando em conta o próprio regulamento do juízo arbitral, os Estatutos Sociais e demais normativos da BBM, bem como a Lei nº9. 307 de 23 de setembro de 1996, que dispõe sobre a arbitragem³⁴.

De maneira sintética, o juízo arbitral funciona da seguinte maneira, de acordo com o ofício circular que o regulamenta: em caso de *default*, ou seja, de discordância no cumprimento do contrato de balcão não organizado registrado na BBM, poderá ser feita pelas partes em conjunto ou isoladamente, a solicitação de instauração do procedimento arbitral, na sede da Central Regional de Operação (CRO) a que o contrato está vinculado (ARTIGO 7º BBM (2004)). Feito o pedido de arbitragem, o demandado (contra quem foi aberto o pedido de arbitragem) será notificado e terá 10 dias para apresentar sua resposta, tal resposta será enviada posteriormente para o demandante (aquele que solicitou a instauração do procedimento arbitral), que se for de sua vontade, pode apresentar uma réplica. Cumpridas tais etapas, o procedimento arbitral será composto por meio da definição dos árbitros, a partir de então será enviado a eles uma cópia integral dos autos e com um prazo máximo de 20 dias, as partes e os árbitros serão convocados para uma audiência de conciliação. Caso o acordo seja obtido, será preparado pelos árbitros com ajuda das partes e do secretário geral/regional um termo de conciliação que será assinado pelas partes, pelos árbitros e por duas testemunhas (PARÁGRAFO ÚNICO BBM (2004)). Porém se não for possível a conciliação, será preparado pelos árbitros com assistência das partes e do secretário geral/regional, o compromisso arbitral, baseado nos fatos, alegações e documentos fornecidos nos procedimentos preliminares (ARTIGO 24º BBM (2004)). Vale lembrar que durante o procedimento arbitral, os árbitros poderão ouvir os depoimentos das partes e determinar a realização de perícias ou outras provas que forem julgadas necessárias. Ainda existe um prazo de dez dias a contar a partir da realização da audiência ou da produção das provas citadas acima, para as partes apresentarem suas alegações finais. A partir da apresentação das alegações finais, os árbitros têm trinta dias para pronunciar a sentença arbitral, que terá prazo de quinze dias para ser cumprida pelas partes, a partir do momento em que estas forem notificadas.

³⁴ Vale lembrar que a palavra “arbitragem” esta sendo usada nesta subseção, no sentido de que os envolvidos no contrato são livres para elegerem um meio para por fim as discussões sobre as questões envolvendo direitos patrimoniais disponíveis.

Sendo assim, percebe-se que para os contratos de balcão não organizado que são registrados na BBM, existe a possibilidade em caso de não cumprimento destes por uma das partes, de instalação da câmara arbitral, da maneira como foi explicado acima. O que garante para as partes um pouco mais de tranquilidade, no que tange ao cumprimento dos deveres firmados. Conforme IAGRO [...] (2012, p.39) a arbitragem tem uma série de vantagens em relação à instauração de uma ação no poder judiciário (que é o poder acionado quando o registro é feito apenas em cartório):

i) eficácia: a sentença arbitral tem o mesmo valor da sentença judicial; ii) agilidade: em média, o prazo máximo entre a instauração do processo arbitral e a sentença é de seis meses; iii) especialização: o procedimento arbitral é realizado pela presença de árbitros-peritos; iv) sigilo: garantido por lei; v) autonomia da vontade das partes: elas escolhem os árbitros ou o tribunal.

É importante deixar claro, que o fato dos contratos de balcão não organizado serem registrados na BBM, não os torna parte do segmento organizado, isso porque como já foi definido anteriormente, neste trabalho chama-se de contrato de balcão organizado, aqueles contratos de balcão que foram pelo menos firmados ou registrados em sistemas de registro de órgãos ou instituições que estão sob a égide da CVM e como já foi evidenciado, a BBM não pertence ao âmbito de fiscalização de tal central fiscalizadora.

Como já salientado acima, os registros da Bolsa Brasileira de Mercadorias são divididos em duas modalidades: a de contratos de balcão não organizado agropecuários e a de contratos de balcão não organizado de algodão em pluma. Em relação à primeira modalidade, os contratos registrados são de soja, milho, trigo, boi gordo, arroz em casca, sorgo, dentre outros, porém de acordo com Machado (2012), o número de registro destes contratos é muito pequeno se comparado com o potencial da produção agropecuária brasileira, porém em sua opinião a tendência é que o registro destes contratos aumente. Já em relação à segunda modalidade, que trata apenas dos contratos de algodão em pluma, os números já são mais expressivos, segundo Machado (2012), 65% dos contratos em algodão em pluma são registrados na BBM, sendo que atualmente já existem registros deste tipo de contrato, referentes à safra de 2013/2014³⁵. De acordo com Costa, Avante Filho e Machado (2012) de

³⁵ De acordo com Machado (2012), os contratos de algodão em pluma apresentam grande volume de registro na BBM por uma questão de tradição, já que na comercialização de algodão em pluma é tradicional a participação das corretoras de algodão associadas da BBM, sendo que muitas delas já estão na terceira geração, ou seja, netos que permaneceram neste negócio de intermediar algodão iniciado por seus avós. O que é uma situação peculiar em relação aos demais produtos. Machado (2012) ainda diz que tal tradição vem desde a Bolsa de mercadorias de São Paulo, incorporada pela Bolsa Mercantil & Futuros e que teve, no período da incorporação, a sua razão social modificada para Bolsa de Mercadorias & Futuros. Posteriormente com a junção da Bolsa de Valores de São Paulo com a Bolsa de Mercadorias & Futuros, teve a sua razão social alterada para Bolsa de Valores,

1,959 milhão de toneladas (Conab) que foi a produção brasileira de algodão da safra 2010/2011, 1,2 milhão de toneladas foram registradas na BBM. E da safra 2011/2012, dos dois milhões de toneladas estimadas, 680 mil toneladas já estão registradas na bolsa de mercadorias.

O sistema que faz o registro dos contratos de balcão não organizado de algodão em pluma é um sistema escritural chamado SINAP (Sistema de Informação de Negócios com Algodão em Pluma) registro. Neste sistema, os contratos de compra e venda de algodão em pluma, intermediados por uma corretora, devem ser por ela registrados até vinte dias após a data de assinatura do contrato. Ainda no que tange aos negócios de algodão em pluma, existe dentro da BBM o SINAP cadastro, que serve para registrar as informações de negócios de balcão não organizado com algodão em pluma. Podem se cadastrar neste sistema os contratos que não são intermediados por corretoras, ou seja, aqueles que não estão registrados na BBM, logo não estão inseridos no sistema de juízo arbitral. De acordo com IAGRO [...] (2012) sua finalidade é tornar disponível a geração de estatísticas idôneas do mercado de algodão em pluma, de modo a oferecer aos agentes deste mercado condições melhores de planejamento do seu plantio e de comercialização da sua safra.

Por fim, ainda no que tange aos contratos de balcão não organizados registrados na BBM, tem-se um novo mecanismo, que ainda não entrou em funcionamento, chamado IAGRO (Sistema de Registro de Informações do Agronegócio), que como já foi apresentado, é um sistema de banco de dados com informações das transações realizadas entre cooperativas e produtores com os outros agentes da cadeia do agronegócio, com o objetivo de dar subsídio à concessão de crédito, à consumação de venda a prazo e às outras negociações do mercado de balcão não organizado, que impliquem em risco financeiro (IAGRO [...], 2012). Neste sistema será possível registrar as informações (somente as informações, não os contratos) dos negócios de balcão não organizado. Segundo IAGRO [...] (2011), os registradores poderão ser os produtores rurais, agroindústrias, cooperativas de produtores rurais, indústrias químicas, de insumos, de máquinas e implementos, de veículos e outras entidades que fazem parte da cadeia do agronegócio e que realizem negócios com produtores rurais, cooperativas ou outros agentes do agronegócio. Com este sistema, uma empresa que irá fechar um contrato de balcão não organizado com determinado produtor, conseguirá obter informações sobre o quanto este

Mercadorias e Futuros, passando assim os corretores de algodão à condição de Associados da então BM&F e, em dezembro de 2006, passaram então para a condição de associados da Bolsa Brasileira de Mercadorias.

está comprometido com tais tipos de contrato. Lembrando, que estas informações só serão disponibilizadas com a autorização do próprio agente a quem se referem³⁶.

Resumidamente, pode-se dizer que existem contratos de balcão não organizado que são registrados na BBM. No entanto por este registro ser feito por uma instituição (BBM) que não esta sob a fiscalização dos órgãos governamentais competentes, a sua efetivação não faz os contratos de balcão passarem da denominação não organizada para a organizada. O registro na BBM só traz para as partes do contrato a vantagem de poderem contar com o serviço de juízo arbitral, mas a efetivação e a liquidação dos negócios continuam sendo realizados entre as partes, como sugere a definição das transações de balcão não organizado, usada neste trabalho.

Logo, viu-se que boa parte dos contratos de balcão não organizado de algodão em pluma são registrados na Bolsa Brasileira de Mercadorias, porém o volume de registro dos outros contratos de balcão não organizado agropecuários ainda é bem reduzido. Na próxima subseção será tratado sobre estes contratos, como eles são firmados entre as partes e como os agentes fazem para mitigar o risco inerente a este tipo de negociação.

4.2.2 Os contratos agropecuários de balcão não organizados que não possuem registro na Bolsa Brasileira de Mercadorias

Esta subseção tratará de alguns tipos de contratos de balcão não organizados que não possuem registro em órgãos autorizados e nem na BBM. É importante esclarecer que existe uma vasta gama destes contratos e que neste estudo tratar-se-á apenas daqueles mais utilizados, isso porque existe uma grande dificuldade de se encontrar detalhes sobre contratos de balcão não organizados, já que eles são firmados entre as partes e na grande maioria das vezes suas informações não são divulgadas.

Geralmente, os contratos de balcão não organizado que não possuem registro na BBM, são aqueles firmados entres os produtores e as *traders* ou grandes empresas fornecedoras de insumos e são registrados em cartório, para que o contrato prevaleça contra terceiros, o que não garante o direito ao juízo arbitral, como no caso do registro na BBM. Neste tipo de contrato, se faz presente um risco inerente que advém do fato de não se ter nenhuma garantia formal atrelada ao negócio, o que obriga as partes, em caso de descumprimento do acordo, a recorrerem à justiça comum.

³⁶ Este sistema de registro tem a mesma natureza da Lei sancionada pela presidenta Dilma Rousseff, que cria o Cadastro Positivo. Esta lei que entra em vigor em 1º de janeiro de 2013, regulamenta a criação de bancos de dados com informações dos consumidores bons pagadores, logo, quando uma empresa for conceder crédito a tal consumidor, ela pode consultar este cadastro. E as pessoas que estiverem com suas contas em dia, podem solicitar taxas de juros mais baratas.

Uma forma das *traders* ou empresas que realizam estas transações se protegerem é colher uma CPR de gaveta como contragarantia, porque em posse da mesma, em caso de não cumprimento do contrato por parte do produtor, pode-se fazer a penhora do produto. Lembrando que esta CPR também é registrada em cartório para prevalecer o penhor ou a hipoteca se for o caso. A maioria dos contratos de balcão não organizado é feita desta forma, excetuando os contratos de compra e venda de algodão em pluma que em sua maioria são registrados na BBM, como já foi visto. Segundo Machado (2012), existem grandes produtores que não aceitam entregar uma CPR como contragarantia, neste caso, uma forma de proteger ambas as partes seria registrar o contrato na BBM para se valer do juízo arbitral, mesmo porque a CPR utilizada como contragarantia só protege a *trader*.

Os produtores que firmam contratos de balcão não organizado de venda com *traders* ou outras empresas do setor agropecuário, utilizando uma CPR de gaveta como contragarantia, a fim de financiar sua produção, acabam comprometendo esta última para entrega futura. Porém, mesmo com sua produção vendida antecipadamente, ele ainda pode fazer contratos de cessões de crédito atrelados ao contrato de balcão não organizado realizado inicialmente. Segundo Machado (2012), estas cessões de crédito também são consideradas contratos de balcão não organizado, elas são utilizadas em sua maioria para obter insumos, como por exemplo, fertilizantes. Para isso o produtor cede para a empresa de insumos o direito de receber parte do dinheiro/crédito do contrato de balcão efetuado, por exemplo, com a *trader*, através da cessão de crédito de tal contrato, que também pode usar uma CPR de gaveta como contragarantia. Ainda segundo Machado (2012) pode existir mais de uma cessão de crédito para o mesmo contrato de balcão, isto porque o produtor pode necessitar de insumos em diferentes momentos da produção.

Também existem contratos de balcão não organizado que não são registrados na BBM e nem são vinculados à CPR de gaveta como forma de proteção, mas que utilizam como garantia hipoteca ou notas promissórias. Ainda de acordo com Machado (2012), dentre estas três modalidades de contrato de balcão não organizado, os contratos de soja, mais conhecidos como contratos de “soja verde” (estudados na subseção 4.1.2) são a maioria dentre aqueles que possuem uma CPR de gaveta como contragarantia. Já no que tange aos contratos de balcão não organizados de algodão em pluma, a maioria é registrada na BBM.

Contudo, viu-se aqui uma pequena explicação sobre como são estruturados os contratos de balcão não organizado que não possuem registro, além do realizado em cartório. Mostrou-se que as partes tentam se proteger, fazendo registro em cartórios, hipotecas, utilizando CPR's de gaveta como contragarantia, ou notas promissórias como forma de se

resguardarem. Logo, tenta-se suprir a falta de um mecanismo mais seguro que mitigue o risco de crédito, com arranjos que não estão sob a supervisão da CVM.

5 DIFERENÇAS ENTRE OS ASPECTOS REGULATÓRIOS DO MERCADO FUTURO AGROPECUÁRIO E DO MERCADO DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO AGROPECUÁRIO

Neste capítulo serão apresentadas inicialmente as normas existentes dentro do mercado futuro agropecuário, a fim de salientar as estruturas dentro deste mercado que buscam dar uma maior regulamentação para seus contratos. Neste estudo, o tema mercado futuro já foi abordado no capítulo dois, quando se falou sobre o mercado de bolsas e mais especificamente na subseção 2.2.2 que tratou da bolsa de mercadorias e futuros, bem como de seus componentes e suas operações. Agora o foco será nos procedimentos existentes no mercado futuro que buscam garantir uma maior regulamentação, e, por conseguinte, uma maior transparência nas suas negociações.

Após este enfoque inicial, será feita uma comparação do que foi exposto sobre o mercado futuro com o conteúdo do capítulo quatro, que se refere ao mercado de balcão não organizado agropecuário. O intuito deste comparativo é deixar evidente os pontos existentes ou não nestes mercados, que contribuem para transparência e a redução de risco dos seus contratos.

5.1 O mercado futuro agropecuário brasileiro

Como já foi pontuado neste trabalho, o mercado futuro foi criado para atender às necessidades dos produtores e dos comerciantes que inerentemente estão expostos à riscos de preços. Isso porque um produtor não tem certeza do preço que irá receber pela sua produção, quando esta for colhida, já que em períodos de escassez pode se deparar com preços altos para seu produto, porém em períodos de superabundância a produção poderá ser vendida por preços bem menores. Por outro lado, um comerciante que, por exemplo, precise de soja para daqui a três meses, terá que arcar com preços elevados em períodos de escassez, mas se beneficiará com preços mais baixos nos períodos de produção farta. Logo, foi diante desta situação que surgiu a necessidade de uma negociação de um contrato futuro por ambas as partes, com a finalidade de eliminar o risco que correm pela variação do preço futuro da mercadoria. Posto que o contrato futuro é um compromisso de compra e venda de determinado ativo, em uma determinada data no futuro, por um preço antecipadamente estabelecido. (HULL, 1995).

É importante deixar claro que os contratos futuros também podem ser chamados de “contratos de derivativos”, como esclarece Marques, Mello e Martines (2008), isso porque eles derivam dos mercados físicos ou de outros contratos. Desta forma, também se pode

inferir que o mercado futuro, que é o local onde são negociados os contratos futuros, deriva ou é influenciado pelos mercados físicos do produto correspondente. Sendo assim, as operações que são realizadas no mercado futuro, ou que dependem deste direta ou indiretamente são denominadas de operações com derivativos.

No Brasil, os contratos futuros são negociados na BM&FBOVESPA, dentro do segmento BM&F (tanto a bolsa quanto os seus segmentos já foram devidamente explorados por este trabalho), por meio de pregões eletrônicos onde ocorrem operações de compra e venda de certa quantidade de um ativo padronizado, por um preço acertado entre as partes, para liquidação no futuro. Tais negociações podem ter duas finalidades: a administração do risco de preço ou a especulação, ambas foram tratadas na subseção 2.2.2. Na parte agropecuária do mercado futuro, que é o foco deste capítulo, são negociados contratos de açúcar, boi gordo, café arábica, etanol, milho, ouro e soja.

Os contratos negociados dentro do mercado futuro são padronizados, apresentam mais facilidade no encerramento das posições, além de contarem com a proteção e as facilidades de uma *clearing*. Todos estes itens agregam transparência e reduzem os riscos dos contratos futuros. A seguir cada um deles será analisado com mais detalhes. Para tornar a apresentação mais simplificada, será utilizado como referência de contrato futuro, o contrato de soja com liquidação financeira da BM&FBOVESPA, este contrato foi escolhido, pois o Brasil é o segundo maior produtor de soja, sendo que de acordo com Nogueira (2012) a produção brasileira deste grão foi de 163,3 milhões de toneladas em 2012, com isso tem-se que apesar do contrato futuro de soja da BM&FBOVESPA não ter muita liquidez, existe um mercado potencial para o mesmo.

5.1.1 Padronização dos contratos futuros agropecuários

De acordo com Cruz e Macedo (2002) alguns dos itens padronizados em um contrato futuro são os seguintes: a cotação, a qualidade/quantidade do produto negociado, os meses de vencimento, a oscilação máxima e mínima diária, a unidade de negociação, o local de formação de preço e de entrega da mercadoria, a liquidação financeira, o ativo aceito como margem de garantia e os custos operacionais. Para o contrato futuro de soja da BM&FBOVESPA, tais itens são definidos da seguinte forma, de acordo com o Contrato Futuro de Soja com liquidação Financeira (2012), disponibilizado no site da própria bolsa e apresentado no Anexo A deste trabalho:

- Cotação: Segundo Hull (1995) o preço futuro deve ser cotado de maneira conveniente e de fácil entendimento. O preço futuro da soja para liquidação financeira da

BM&FBOVESPA é cotado em dólares dos Estados Unidos da América por saca de sessenta quilos líquidos, com duas casas decimais, livres de ICMS³⁷.

-Qualidade/quantidade do produto negociado: Soja em grão a granel tipo exportação, com os seguintes limites máximos: 14% de umidade; 1% de matérias estranhas e impurezas; 30% de quebrados; 8% de esverdeados; 8% de avariados, dos quais se permite até 6% de grãos mofados, até 4% de grãos ardidos e queimados, sendo que esse último não pode ultrapassar 1% e 18,5% de conteúdo de óleo.

-Meses de vencimento: Março, abril, maio, junho, julho, agosto, setembro e novembro. Segundo Marques, Mello e Martines (2008) estes meses foram escolhidos de acordo com a safra e a entressafra da *commodity*, a proximidade com o vencimento de outras bolsas importantes, dentre outros fatores.

-Oscilação máxima diária: A oscilação máxima diária do contrato é instituída pela BM&FBOVESPA, que poderá alterar o limite de oscilação máxima diária de preços de qualquer vencimento a qualquer tempo, mesmo no decurso da sessão de negociação, mediante comunicado ao mercado com trinta minutos de antecedência. Para Hull (1995) o propósito deste limite diário de preço é evitar que grandes variações aconteçam ocasionadas por um excesso de especulação, mas existem discussões sobre seus benefícios para o mercado futuro, já que este limite pode criar uma barreira artificial às negociações, caso o preço à vista esteja avançando rapidamente.

-Unidade de negociação: Quatrocentas e cinquenta sacas de sessenta quilos líquidos ou vinte e sete toneladas métricas.

- Local de formação de preço e de entrega da mercadoria: Paranaguá (PR).

-Liquidação financeira: As posições que não forem encerradas até o último dia de negociação serão liquidadas no vencimento através de um índice de preço, perante o registro de operação de natureza (compra ou venda) inversa à posição, na mesma quantidade de contratos, pelo preço calculado através da seguinte fórmula:

$$PO_i = \frac{\sum_{t=d-2}^d ISOJAPAGUA_t}{3}$$

³⁷ Imposto sobre operações relativas à circulação de mercadorias e sobre a prestação de serviços de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação.

Sendo:

PO_i : Preço da operação correspondente à liquidação por índice de preços, expresso em dólares dos Estados Unidos da América por saca.

$ISOJAPAGUA_t$: Indicador de preço da soja Paranaguá BM&FBOVESPA, para o corredor de exportação de Paranaguá (PR), expresso em dólares dos EUA por saca, apurado por instituição renomada em coleta de preços, definida em ofício circular, e divulgado no endereço eletrônico da BM&FBOVESPA.

d-2: segundo dia útil anterior ao último dia de negociação.

D: data de vencimento do contrato e último dia de negociação.

- Ativos aceitos como margens de garantia: Aqueles aceitos pela BM&FBOVESPA. Que de acordo com Marques, Mello e Martines (2008) são depósito em dinheiro, certificado de depósito bancário (CDB), carta de fiança, ouro, ações ou títulos do governo (como já citado por este trabalho).

- Custos Operacionais: Taxas de emolumentos, de registro e de permanência, apuradas conforme cálculo estabelecido pela BM&FBOVESPA.

Vale lembrar que o contrato futuro de soja aqui em questão, abrange mais alguns itens, além dos que foram apresentados acima. O Anexo A deste trabalho traz na íntegra o modelo deste contrato disponibilizado pela BM&FBOVESPA.

Logo, tem-se que os contratos futuros, tanto os agropecuários quanto os de outras naturezas, a exemplo do contrato de soja exposto acima, seguem uma padronização imposta como pré-requisito para que eles possam ser negociados dentro do mercado futuro. Esta padronização de acordo com Houthakker (1959) e Telser e Higinbotham (1977) *apud* Souza (1996) visa imitar a função de uma moeda e também segundo Burns (1983) *apud* Souza (1996), produzir informações que facilitem concluir sobre as condições do contrato, reduzindo desta forma problemas de informações dissonantes. Tais fatores colaboram para aumentar a transparência e a liquidez dos contratos, reduzindo assim seus custos de transação (SOUZA, 1996).

5.1.2 Formas de encerramento das posições no mercado futuro agropecuário

Conforme Marques, Mello e Martines (2008) existem três maneiras de se encerrar uma operação no mercado futuro. E como foi apresentado acima, a forma de encerramento de uma posição está especificada no contrato a que esta se refere, no caso do contrato de soja, que está sendo usado aqui como um exemplo de contrato futuro agropecuário, a liquidação das

posições em aberto até o último dia de negociação é realizada através de um índice de preço, neste tipo de liquidação as posições são encerradas através de uma operação inversa que realiza um ajuste final em relação ao indicador, depois do último pregão. Ainda segundo Marques, Mello e Martines (2008), para um índice ser utilizado na liquidação de contratos futuros ele deve representar de forma precisa os preços vigentes no mercado físico, convergir para o preço físico no vencimento do contrato e ser calculado de forma idônea.

As outras duas formas de encerramento de um negócio futuro são: reversão da posição, que consiste na efetivação de um contrato oposto ao original. Por exemplo, se um investidor comprou cinco contratos de soja no dia 10 de março com vencimento para setembro, no dia 20 de maio ele poderá encerrar sua posição vendendo cinco contratos do mesmo grão para o mesmo vencimento (HULL, 1995). E a entrega física, que é pouco utilizada no mercado futuro, já que como salienta Hull (1995), muitas vezes é inconveniente e até dispendioso fazer a entrega ou receber a mercadoria em concordância com o que consta no contrato futuro, principalmente no que tange a qualidade do produto. Além disso, do ponto de vista do investidor financeiro, que é essencial para dar liquidez ao mercado futuro agropecuário, a possibilidade de receber um produto sobre o qual não tem conhecimento e também a tributação que acarreta tal operação, são fatores que afastam sua participação no mercado futuro agropecuário.

Os contratos de soja, por exemplo, são contratos que desde o dia 27 de janeiro de 2011 prevêem apenas liquidação financeira, logo só possuem duas formas de liquidação: através de um índice de preço ou por reversão das posições.

5.1.3 *Clearing house* ou câmara de registro, compensação e liquidação do mercado futuro

A regulamentação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação esta contida na Lei nº 10.214 de 27 de março de 2001. Tal lei deixa clara, dentre outras coisas, a importância que as câmaras têm para o bom funcionamento do sistema financeiro nacional como um todo, posto que em seu artigo 4º salienta que em sistemas nos quais o volume e a natureza dos negócios, a juízo do Banco Central do Brasil oferecem risco à solidez e ao funcionamento normal do sistema financeiro, as câmaras e os prestadores de serviços de liquidação e compensação deverão assumir, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para a finalidade de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviço.

Após a lei citada acima, foram promulgadas mais algumas legislações, às quais as câmaras de compensação e liquidação devem se submeter, como a Resolução nº 2882 de 30

de agosto de 2001, que dispõe sobre as decisões do CMN a respeito do sistema de pagamentos e das câmaras de compensação e liquidação que o integram. A Circular nº 3.057 de 31 de agosto de 2001, que aprova o regulamento que disciplina o funcionamento dos sistemas operados pelas câmaras e pelos prestadores de serviços de compensação e liquidação que fazem parte do sistema de pagamentos. A Circular nº 3.100 de 27 de março de 2002, que institui o Sistema de Transferência de Reservas (STR) e aprova o seu regulamento. A Resolução nº 3.198 da CVM de 27 de maio de 2004, que regulamenta a prestação de serviços de auditoria independente para as instituições financeiras e para as câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação. E a Circular nº 3.481 de 13 de janeiro de 2010, que aprova o novo regulamento da SELIC. Logo, vê-se que existe uma vasta legislação que cria dispositivos legais para regulamentar e fiscalizar toda a estrutura funcional das câmaras de compensação e liquidação/*clearings*. (BM&FBOVESPA, 2011b).

No decorrer deste estudo já foi frisado algumas vezes a função da *clearing* como central contraparte das operações, em que ela atua como compradora para o vendedor e vendedora para o comprador, nesta subseção será tratado de maneira mais específica do funcionamento desta câmara dentro do segmento BM&F.

Como já foi apresentado na subseção 2.1.1 do capítulo dois, o segmento BM&F possui três câmaras de compensação ou *clearings*: a de câmbio, a de ativos e a de derivativos que não estão ligadas entre si, porém segundo Pinheiro e Travaglini (2012), a BM&FBOVESPA está em processo de unificação de suas câmaras e com tal união a bolsa irá considerar a exposição total de cada investidor nos diferentes mercados, o que poderá reduzir a exigências de garantias nas negociações. Mas nesta parte do trabalho será explorado apenas o funcionamento da câmara de derivativos, já que é de maior relevância para o tema aqui estudado.

De acordo com BM&FBOVESPA (2011b), e reforçando o que já foi verificado no item 3.3.2.1 deste estudo, os serviços prestados pela câmara aqui em questão contemplam o registro, a compensação e a liquidação multilateral de operações do mercado de bolsa e do mercado de balcão organizado, o registro, a compensação e a liquidação bilateral de operações cursadas no âmbito do mercado de derivativos não padronizados da BM&FBOVESPA, a atuação como contraparte central garantidora das operações do mercado de derivativos, a liquidação bruta de operações com títulos e mercadorias do agronegócio, efetuadas e/ou registradas no âmbito da Bolsa Brasileira de Mercadorias e de operações especiais, realizadas em outros ambientes e a custódia para ativos em geral, com ênfase para a custódia fungível de ouro e a custódia escritural de títulos do agronegócio. Tendo como

órgãos auxiliares a Câmara Consultiva de Análise de Risco, o Comitê de Risco e outros órgãos que possam vir a ser criados. Tudo para garantir a integridade do mercado e os direitos de seus participantes.

De acordo com o grau de envolvimento nos processos de registro, compensação e liquidação e com a natureza das obrigações assumidas, os participantes desta *clearing* de derivativos podem ser classificados da seguinte forma, de acordo com BM&FBOVESPA (2011b):

1-Participantes diretamente envolvidos no processo de liquidação com a câmara

- Liquidante: É o titular da conta Reservas Bancárias³⁸ e pode utilizá-la para efetuar ou receber pagamentos relacionados aos direitos de liquidação³⁹ próprios, na qualidade de membro de compensação e aos direitos de liquidação de terceiros.
- Membro de compensação: É encarregado de liquidar as operações registradas nos sistemas de registro, compensação e liquidação da câmara. Ele é responsável pela devida liquidação das operações a ele conferidas e também pela entrega, recebimento, autenticidade e legitimidade de todos os títulos, documentos, valores e garantias relacionadas a tais operações, dentro do prazo e de maneira regular.
- Participante com liquidação direta (PLD): É a instituição que atua diretamente como comitente⁴⁰ ou possui determinadas carteiras, que atuam como comitentes sob si. Detém ao mesmo tempo o direito de liquidação da câmara de derivativos, sendo cadastrada e habilitada de forma regular a atuar como membro de compensação, cumprindo assim às mesmas condições e tomando para si as mesmas responsabilidades que vigoram para tal categoria de participante.
- Participante com liquidação especial (PLE): É uma instituição que detém o direito de liquidação da câmara de derivativos e também é regularmente cadastrada e habilitada a operar como membro de compensação, sujeitando-se

³⁸ De acordo com BM&FBOVESPA (2011c, p.1), Conta Reservas Bancárias é uma conta mantida no STR, regulamentada pelo Banco Central, utilizada pelo seu respectivo titular para efetuar ou receber pagamentos referentes aos processos de liquidação.

³⁹ De acordo com BM&FBOVESPA (2011c, p.1), direito de liquidação é a permissão para atuar diretamente na câmara, podendo realizar a compensação e a liquidação de operações de sua própria carteira, de seus clientes ou de intermediários.

⁴⁰ De acordo com BM&FBOVESPA (2011c, p.1), comitente é o cliente do intermediário, assim como o próprio intermediário que esteja operando em carteira própria.

a todas as regras e assumindo todas as responsabilidades que tal função acarreta. Suas operações devem ser direcionadas à carteira própria ou dos fundos sob sua administração. Ao PLE são concedidas as mesmas faculdades do PLD, sendo que, operacionalmente, sua atuação é igual à do PLD, no que tange a risco, liquidação, acesso a sistemas, dentre outras coisas.

2-Participantes envolvidos na negociação:

- Negociador: Pode ser tanto as corretoras de mercadorias⁴¹, quanto os operadores especiais⁴². O negociador tem acesso direto aos sistemas de negociação e/ou registro, como a finalidade de registro e/ou execução nos mercados administrados pela bolsa.
- Intermediário por conta: Emite ordem por conta e ordem de seus clientes para execução por intermédio de um negociador, sem que eles sejam, necessariamente, identificados perante o negociador, porém devendo ser identificados junto à BM&FBOVESPA.
- Comitente: É o investidor dono dos negócios efetuados e/ou registrados por sua conta e ordem nos mercados do segmento BM&F da bolsa por um negociador, é também o investidor que detém posições sob responsabilidade de PLD e PLE.

3-Prestadores de serviços de caráter auxiliar:

- Estabelecimento depositário: São armazéns gerais, usinas e silos que prestam serviços de armazenamento, carga, descarga e entrega de mercadorias objetos de negociação dos contratos agropecuários, energéticos e metálicos com previsão para liquidação por entrega.
- Supervisora de qualidade de produtos agrícolas: Presta o serviço de análise das mercadorias e fornece a certificação de conformidade das mesmas com as características especificadas nos contratos.

⁴¹ De acordo com BM&FBOVESPA (2011b), as corretoras de mercadorias são quem executam as ordens de operação, próprias ou as que são transmitidas por seus clientes, de acordo com as regras definidas pela CVM e pela BM&FBOVESPA, atuando desta forma como intermediário.

⁴² De acordo com BM&FBOVESPA (2011b), um operador individual pode ser uma pessoa física ou um empresário individual que realiza as operações nos mercados da BM&FBOVESPA, por conta própria ou por ordem e conta de uma corretora de mercadorias. Também existem os operadores especiais de mercadorias agrícolas que só executam operações nos mercados da BM&FBOVESPA referenciados em produtos agropecuários.

4-Bancos emissores de garantias: Emite garantias passíveis de aceitação pela câmara, em favor de terceiros. Eles podem emitir carta de fiança, atuando assim como fiador, garantindo o cumprimento das obrigações assumidas pelo participante da câmara. E Também emitir certificado de depósito bancário e /ou avalizar CPR's aceitas como garantia pela câmara, garantindo assim o resgate dos referidos títulos a favor do beneficiário, no período de vencimento.

Ainda existem outros participantes que atuam dentro da câmara aqui em questão, como por exemplo, aqueles relacionados à custódia de ativos e à Bolsa Brasileira de Mercadorias, porém como o foco desta subseção é na atuação da câmara como contraparte central garantidora de operações, a apresentação de tais participantes fugiria do escopo proposto.

Visto todos os participantes que atuam dentro da câmara/*clearing*, será analisada agora sua estrutura de administração de risco, que permite que ela assuma a posição de contraparte central para todas as operações nela registradas. Segundo BM&FBOVESPA (2011b), por atuar como contraparte central garantidora da liquidação, a câmara fica exposta ao risco de perdas ligadas aos recursos que poderão não ser recebidos como definido originalmente, devido à inadimplência dos usuários de seus serviços de compensação e liquidação. Em outras palavras:

Não ocorrendo evento de inadimplência, a Câmara não apresenta exposição direta ao risco de mercado ou ao risco de liquidez, uma vez que não possui posições liquidamente compradas ou liquidamente vendidas nos contratos admitidos para registro em seus sistemas. No entanto, o aumento da volatilidade dos preços pode afetar a magnitude dos valores a serem liquidados pelos participantes do mercado, podendo também reduzir as condições de liquidez do mercado e elevar a probabilidade de inadimplemento de tais participantes. Portanto, apesar da inexistência de exposição direta aos riscos de mercado e de liquidez, estes são capazes de impactar e potencializar o risco de crédito assumido. No entanto, em situação de inadimplemento de um participante, a Câmara assume exposição ao risco de mercado e também ao risco de liquidez. Em tal situação, o risco de mercado é dado pelo risco de perdas em decorrência de variação de preço das posições em valor superior ao das garantias disponíveis, igualmente suscetíveis à volatilidade de preços. O risco de liquidez está relacionado à inexistência de condições adequadas para a monetização das garantias no prazo devido - o prazo da janela de liquidação. (BM&FBOVESPA, 2011b, p.71 e 72).

Por este motivo que a câmara de derivativos aqui em questão possui seu próprio sistema de gerenciamento de riscos e estrutura de salvaguarda, composto por regras e controles seguidos com a intenção de mitigar os riscos de maneira segura e eficaz, mesmo quando um ou mais participantes falharem. Serão analisados agora, um a um os itens deste sistema:

- Garantias

Quando a operação atende às regras e aos procedimentos impostos pela câmara, e é aceita e registrada por esta, automaticamente é exigido o depósito de uma margem de garantia através dos membros de compensação, estabelecendo os valores que deverão ser depositados pelos participantes para que a liquidação das obrigações decorrentes das operações e seus prazos sejam garantidos. O depósito das garantias deve ser realizado em espécie (em dólares americanos para os não residentes e em moeda nacional para os demais participantes), mas também pode ser substituído pelo depósito de outros ativos, como: títulos públicos federais nacionais, títulos privados nacionais, ações de empresas listadas no segmento Bovespa da bolsa e custodiadas na central depositária da BM&FBOVESPA, ouro ativo financeiro, cartas de fiança bancária, títulos de emissão do Tesouro Norte Americano, cotas de fundos de investimentos selecionados, dentre outros. E cabe ao membro de compensação a entrega, o recebimento, a legitimidade e a autenticidade de todas as garantias depositadas na câmara, ficando os intermediários responsáveis perante os membros de compensação e os comitentes, responsáveis perante os intermediários (BM&FBOVESPA, 2011c).

O valor da margem de garantia demandada deve ser suficiente para arcar com o custo total de encerramento das posições da carteira do participante (venda de posições compradas e compra de posições vendidas), caso este não cumpra com seus compromissos. Até que seja liquidada totalmente, a carteira do participante faltoso pode ter seu valor modificado, devido aos preços, taxas e indicadores de mercado que podem sofrer alterações e modificar para mais ou para menos o seu custo de liquidação. Sendo assim, o valor da margem de garantia solicitada, deve cobrir seu custo de liquidação a valor de mercado e uma possível elevação deste custo, definida como risco de mercado da carteira, para isso ela é atualizada diariamente após a compensação dos negócios do dia e se for constatada uma diferença negativa entre a margem de garantia requerida e a margem de garantia depositada, conhecida como “chamada de margem de garantia”, o membro de compensação será solicitado a fazer novo depósito de garantias a fim de suprir tal diferença. É através do acompanhamento de risco intradiário que a câmara consegue antecipar a chamada de margem, quantas vezes for preciso durante o dia, com base nas operações efetuadas pelos participantes e em suas posições em aberto no mercado de bolsa e de balcão com garantia (BM&FBOVESPA, 2011 d).

- Imposição de limites operacionais à atuação de seus participantes

A câmara impõe limites de concentração de posições e limites de oscilação de preços a fim de mitigar o risco de liquidez e o risco de distorção de preços (BM&FBOVESPA, 2011b).

- Limites de oscilação de preços

Para evitar que aumentos repentinos e em excesso de volatilidade criem valores muito elevados para a liquidação em um único dia, promovendo desta forma, uma convergência para um novo patamar de preço, a câmara impõe um limite máximo e mínimo para a variação da cotação de um contrato, durante um dia de negociação, com base em uma cotação de referência, geralmente do último dia de negociação (BM&FBOVESPA, 2011b).

- Marcação a mercado

Consiste na reavaliação de ativos e ferramentas financeiras utilizando cotações e preços atuais de mercado. Esta prática é adotada porque a exposição da câmara ao risco de crédito de um de seus participantes, oscila em função das operações por ele realizadas, das operações em aberto originadas delas e das variações de preços. Logo, para se ter uma boa medida da exposição da câmara, é necessário que as posições sejam marcadas a mercado, no mínimo diariamente (BM&FBOVESPA, 2011b).

- Contratos de conta garantida

É um contrato firmado entre a BM&FBOVESPA e um ou mais bancos, que oferecem à bolsa a possibilidade de sacar recursos de maneira incondicional e imediata, de acordo com os limites estabelecidos em contrato, em caso de não cumprimento na liquidação de um participante cujas operações estejam cobertas por garantias ilíquidas. Sendo tal empréstimo lastreado em recursos da própria BM&FBOVESPA. Logo, os recursos da conta garantida podem ser usados para o cumprimento dos pagamentos devidos pela *clearing* no período de liquidação, sendo devolvidos após a finalização do processo de execução das garantias (BM&FBOVESPA, 2011b).

- Acesso ao redesconto do Banco Central via Banco BM&F

Este é um empréstimo de última instância concedido pelo Banco Central, na linha de compra com compromisso de revenda de títulos, direitos creditórios e créditos integrantes dos ativos dos bancos múltiplos com carteira comercial, caixas econômicas e bancos comerciais, efetuado via Banco BM&F (BM&FBOVESPA, 2011b).

Os itens listados até agora, são elementos utilizados pela câmara para mitigar os riscos de crédito, os riscos de mercado e os riscos de liquidez. Quanto a este último risco, pode-se citar mais três mecanismos utilizados pela câmara na sua mitigação: acesso às linhas de

assistência e à liquidez pré-aprovadas, os contratos de abertura de limite para compra e venda de dólares e os acordos de outorga de liquidez para produtos específicos⁴³.

Já risco legal que está associado às incertezas, insuficiência ou falta de regulamentação e legislação que dêem respaldo às atividades da *clearing*, é mitigado através da estrutura institucional e legal delineada através de seu regulamento aprovado pelo Banco Central e também pelo Sistema Brasileiro de Pagamentos, por meio da Lei nº 10.214, da Resolução nº 2.882 do CMN e da Circular nº 3.057 do Banco Central, que já foram expostas por este trabalho. E para lidar com o risco operacional que está relacionado com falhas sistêmicas e humanas, descontinuidade de processos, fraudes, dentre outros, tanto internas quanto externas à câmara ou à bolsa, conta-se com a certificação de qualidade NBR ISSO 9001:2000, além disso, foi iniciada a construção de um banco de dados de problemas operacionais, onde serão registrados todos os episódios relacionados às falhas operacionais, erros humanos, erros de processamento, dentre outros e suas consequências (BM&FBOVESPA, 2011b).

Logo, percebe-se que a *clearing* de derivativos da BM&FBOVESPA possui vários mecanismos voltados para a mitigação dos riscos a que ela está exposta, seja os riscos de crédito, de liquidez, de mercado, ou até mesmo o risco legal e operacional. Tais mecanismos visam reduzir a probabilidade de um contrato não ser cumprido pelos participantes, reduzir as perdas e as pressões de liquidez em caso de não cumprimento de um contrato, além de propiciar recursos suficientes para cobrir as perdas e para garantir o cumprimento de suas obrigações de liquidação dentro do prazo, viabilizando desta forma o bom funcionamento de tal central contraparte.

Porém, as medidas expostas acima para garantir o funcionamento adequado da câmara, não são capazes de garantir que todos os seus participantes cumpram com as obrigações previstas, ficando a câmara desta forma, obrigada a lidar com esta situação. O descumprimento de qualquer obrigação, por um participante, diante da *clearing* e dos demais participantes, é qualificado como inadimplemento. Neste caso, o participante faltoso fica responsável por quaisquer prejuízos, danos ou custos, advindos de sua falta, tanto diante da câmara quanto diante dos demais participantes (BM&FBOVESPA, 2011b).

A falta do cumprimento de suas obrigações por parte de um participante deve ser comunicado à câmara, pelo seu correspondente participante credor, quando houver. Uma vez formalizada perante a câmara a comunicação da falha na liquidação, fica a cargo somente

⁴³ Para mais informações sobre estes mecanismos consultar: BM&FBOVESPA **Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F**. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2011b. p.78.

desta a qualificação do participante faltoso como devedor operacional. Quando um participante é classificado como devedor operacional, a câmara utiliza as garantias por ele depositadas, para cumprir suas obrigações junto aos demais participantes. Mas a câmara também pode utilizar, caso não haja tempo suficiente para executar as garantias antes do horário estipulado para o pagamento aos credores da câmara, as linhas de crédito de que dispõe (BM&FBOVESPA, 2011c).

Toda esta estrutura que proporciona garantias aos agentes do mercado futuro possui um custo para os seus participantes, que é composto pelos seguintes elementos: emolumentos, taxa de registro, taxa de permanência e taxa de liquidação. Os emolumentos só são cobrados perante a ocorrência de um fato gerador, que pode ser o encerramento do contrato por inversão de posições, o encerramento uma posição por liquidação financeira automática no vencimento, a negociação de qualquer contrato tanto no mercado de bolsa como no de balcão organizado e em leilões de contratos ocorridos em ambiente autorizado pela BM&FBOVESPA, ou a entrega proveniente de exercício ou vencimento, o exercício de direitos, nos mercados de opção e/ou procedimentos de cessão de direitos. Já as taxas e custos são instituídos por contrato, de forma paramétrica, o que permite a realização de ajustes para que, em caso de mudanças nas condições estruturais do mercado, possa ocorrer adaptação imediata da política de tarifação.

Contudo, é patente que o mercado futuro de derivativos da BM&FBOVESPA possui uma forte estrutura para mitigação de risco, representada pela sua *clearing house*, pois como foi visto, tal estrutura serve como uma contraparte central para todos os contratos futuros de derivativos negociados, proporcionando uma maior segurança para os participantes do mercado no que tange ao cumprimento dos contratos. Além de proporcionar um maior controle em relação às posições assumidas por seus participantes, evitando que os mesmos assumam compromissos futuros além de suas possibilidades. Mas deve-se lembrar, que todos estes benefícios têm custos, que acabam por tornar mais dispendiosa a entrada dos agentes no mercado futuro, porém quem está disposto a arcar com tais custos, tem a vantagem de efetuar suas negociações em um ambiente mais seguro e transparente.

5.2 Comparação entre o mercado futuro agropecuário e o mercado de balcão não-organizado agropecuário

Será realizada nesta seção uma comparação entre o mercado futuro agropecuário e o mercado de balcão não organizado agropecuário, no que tange à transparência e à

regulamentação das negociações realizadas em ambos os mercados⁴⁴, com a intenção de averiguar qual destes apresenta um ambiente mais seguro para seus participantes.

Do início do presente capítulo até agora foi apresentada toda a estrutura existente no mercado futuro agropecuário que garante transparência e redução dos riscos dos seus negócios. No que concerne ao mercado de balcão não organizado agropecuário, seu sistema regulatório ou a falta deste foi tratada no capítulo quatro deste estudo. Partindo então de tais apresentações, pode-se elaborar o seguinte quadro:

	MERCADOS	
<i>características</i>	<i>balcão não-organizado agropecuário</i>	<i>futuro agropecuário</i>
padronização do contrato	não	sim
liquidação do contrato	estipulado de acordo com as necessidades das partes	estipulado pelo contrato
ambiente de negociação	não é definido	ambiente comum: bolsa de mercadorias e futuros
fixação dos preços	negociação	cotação aberta
movimentação dos preços	livre	com limites de máximo e mínimo
central contraparte	não	sim
margem de garantias	não	sim
mitigação de riscos	não	sim
regulação	não existe	regulamentação governamental e auto-regulação (da própria bolsa)

Fonte: Elaboração da própria autora.

Quadro 2- Diferenças de regulamentação entre o mercado futuro agropecuário e o mercado de balcão

Através do Quadro 2, pode-se perceber que o mercado futuro agropecuário possui características que trazem para seu ambiente uma maior regulamentação das negociações como a padronização dos contratos e garantem mais tranquilidade aos agentes que nele atuam, já que dispõe de uma central contraparte, que trabalha em prol da mitigação dos riscos do mercado, além de impor limites para a oscilação dos preços para evitar que estes apresentem

⁴⁴ É importante deixar claro que a comparação aqui proposta é uma comparação geral referente à regulamentação e a transparência dos dois mercados em questão, e não uma comparação específica entre os contratos firmados em cada mercado, mesmo porque existem diferenças no que tange a finalidade de cada um, já que o contrato futuro agropecuário tem por objetivo eliminar o risco de preço, e o contrato de balcão não organizado visa à obtenção de crédito para financiamento da produção.

movimentos bruscos e inesperados. Por outro lado, o mercado de balcão não organizado agropecuário se mostra como um ambiente muito menos regulamentado, a começar por seus contratos que não são padronizados, por seu ambiente de negociação que não é definido e pela liquidação de seus contratos que é estipulada pelos próprios agentes, porém a diferença mais significativa entre estes dois mercados, no que diz respeito à regulamentação e à transparência de tais ambientes de negociação, pode ser creditada à presença da *clearing house* no mercado futuro agropecuário, visto o importante papel de central contraparte e de mitigadora de risco que tal estrutura desempenha dentro do mercado futuro.

Logo, tem-se que as diferenças de regulamentação entre os dois mercados aqui em questão são bem evidentes, sendo que o mercado futuro agropecuário oferece muito mais respaldo aos agentes que nele efetuam seus negócios, garantindo a estes, mais transparência e menores riscos, se comparado com o ambiente de negociação do mercado de balcão não organizado agropecuário.

6 METODOLOGIA, DISCUSSÃO, RESULTADOS E CONCLUSÃO

Esta seção trata da metodologia utilizada na elaboração deste trabalho, de maneira a esclarecer o tipo de estudo, a abordagem, os procedimentos e os materiais empregados. Também apresenta uma discussão, fruto das informações obtidas através da aplicação da metodologia, e os respectivos resultados alcançados. E por fim expõe a conclusão final do estudo.

6.1 Metodologia

A pesquisa visa registrar um maior entendimento sobre as características e o funcionamento do mercado de balcão brasileiro, com foco em uma análise aprofundada do sistema regulatório dos contratos deste mercado. Assim, visa elaborar uma agenda de sugestões que possa vir a ser empregada com a finalidade de tornar tal mercado, e em especial seu segmento não organizado, mais seguro e transparente. Os estudos acadêmicos sobre este tema no Brasil são escassos e a pesquisa objetiva preencher tal lacuna.

Em adição, quanto aos objetivos, este estudo é do tipo exploratório, já que existe pouco conhecimento sobre a questão de pesquisa proposta. Pois como deixa claro Malhotra (2006), o objetivo da pesquisa exploratória é justamente explorar ou fazer uma busca em um problema para fornecer critérios e maior compreensão. Assim, pretende-se produzir a partir da abordagem exploratória os exames iniciais referentes à questão central de pesquisa, que servirão de embasamento para futuras análises, de acordo com Samara e Barros (2002), que salientam que com os estudos exploratórios ou *desk research*, procura-se obter um primeiro contato com o tema a ser pesquisado ou um melhor conhecimento sobre o objeto a ser estudado.

No que tange aos procedimentos de pesquisa, foram utilizados estudos bibliográficos, com base em referências teóricas publicadas em documentos, manuais e relatórios, tais estudos trazem uma base teórica forte para o trabalho, e servem como estrutura fundamental para os seus capítulos. Além de levantamento e/ou *survey*, que consiste na interrogação direta de agentes do mercado, visando à obtenção de informações referentes à questão de estudo, tal procedimento traz para o trabalho uma maior aproximação com a realidade do ambiente de balcão e incorpora a ele, informações que não estão disponíveis publicamente. Gil (2002) cita como vantagem do uso do procedimento de levantamento, o conhecimento direto da realidade, já que à medida que as próprias pessoas informam suas vivências e experiências

com o tema estudado, a investigação passa a ficar cada vez mais livre de interpretações originadas do subjetivismo do pesquisador.

Vale esclarecer que inicialmente, na fase de elaboração do projeto de estudo, que deu origem a este trabalho, foi incluído também como procedimento de pesquisa, o estudo de caso, como recomenda Yin (2005), ou seja, como investigação empírica que averigua um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos. Tal procedimento deveria ser realizado através da aplicação de questionários aos produtores de milho e soja e às empresas pertencentes à cadeia de negócios destes produtos, a fim comparar as respostas obtidas e produzir uma análise da relação destes agentes do agronegócio com os contratos de balcão não organizados. Porém como salienta Yin (2005), o estudo de caso é um dos tipos mais árduos de pesquisa, já que requer tempo, preparo e treinamento, sendo assim, devido ao prazo restrito para o término deste trabalho, se tornou inviável a execução de tal procedimento.

A abordagem da questão de pesquisa foi feita pelo método qualitativo, segundo Richardson (2011), tal método não emprega um instrumental estatístico como base de investigação de um problema. Para este autor, alguns dos objetivos da análise qualitativa é descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis e compreender e classificar processos dinâmicos vividos por grupos sociais. Logo tal método promove um exame profundo do tema de pesquisa, considerando a interação entre variáveis e processos dinâmicos. Isso porque como as informações sobre o assunto são escassas, a obtenção de dados para uma possível análise quantitativa seria muito difícil, principalmente no que diz respeito às informações sobre o mercado de balcão não organizado, uma vez que este segmento, não faz registro de suas operações em órgãos que são fiscalizados pela CVM, logo não existem estatísticas disponíveis.

Como todas as etapas deste estudo serão embasadas no método qualitativo de pesquisa, primeiramente foi realizado um apanhado bibliográfico sobre tudo o que havia sido publicado sobre o assunto, para que desta forma fosse possível fazer um bom referencial teórico, que consiste nos capítulos dois, três, quatro e cinco deste trabalho. Após esta fase, foi realizada uma amostragem não probabilística do tipo acessibilidade conveniência para a realização dos levantamentos, que é uma amostragem que reproduz um subconjunto da população que representa o mais exatamente possível as características de uma população. O tamanho desta amostra foi pequeno (dois agentes), devido às dificuldades de se encontrar pessoas que trabalham ou tenham contato com o mercado de balcão, disponíveis a conversar e a divulgar informações. Os agentes entrevistados foram escolhidos por trabalharem

diretamente com o tema central deste trabalho (mercado de balcão brasileiro) e por terem disponibilidade para a concessão de entrevistas.

Quanto aos instrumentos de pesquisa, foram aplicados: Documentação e entrevistas não estruturadas, também conhecidas como entrevistas em profundidade. Em relação à documentação, foram utilizadas tanto do tipo fontes primárias como arquivos públicos, publicações jurídicas e contratos, quanto do tipo fontes secundárias como teses, dissertações, artigos, livros, revistas e boletins. Todo este material foi importante para a compilação do que já foi publicado sobre o assunto e deu origem aos capítulos até então apresentados por este trabalho.

Já em relação às entrevistas não estruturadas, em que ao em vez de responder as perguntas através de alternativas pré-estabelecidas, o entrevistado fica livre para dizer o que ele considera como os aspectos mais relevantes de determinado problema. Sendo a entrevista realizada por meio de conversação guiada, em que se pretende obter informações detalhadas que possam ser utilizadas na análise qualitativa proposta. (as questões que serviram de guia para as entrevistas estão expostas no Anexo B) (RICHARDSON, 2011). Tendo por base os objetivos da entrevista não estruturada elencados por Richardson (2011), o presente trabalho visou contemplar com tal procedimento os seguintes fins: i) obter informações do entrevistado, em relação à sua experiência com o mercado de balcão e ii) conhecer a opinião do entrevistado. Foram entrevistados dois agentes que trabalham diretamente com o mercado de balcão: o gerente de títulos e registro da Bolsa Brasileira de Mercadorias (BBM) Roberto Ricardo Barbosa Machado, e o diretor executivo comercial, de produtos, marketing e comunicação da CETIP Carlos Eduardo Ratto Pereira. A primeira entrevista foi realizada pessoalmente na sede da BBM em São Paulo, já a segunda foi feita por telefone, de acordo com a disponibilidade dos entrevistados.

Contudo, tem-se que este estudo aborda sua questão de pesquisa através do método qualitativo, utilizando procedimentos como levantamentos e/ou *surveys* e estudos bibliográficos, com o objetivo de contemplar a questão de pesquisa proposta, explorando um pouco mais sobre o mercado de balcão brasileiro que é um tema muito pouco estudado na área acadêmica, mas que possui fundamental importância na economia do país.

6.2 Análise e discussão

Posto tudo o que foi apresentado até agora, considerando as informações obtidas através das entrevistas realizadas com os agentes que trabalham diretamente com o mercado de balcão brasileiro e a análise comparativa feita no capítulo cinco, entre o mercado futuro

agropecuário e o mercado de balcão não organizado agropecuário, é possível elaborar algumas análises e levantar alguns pontos de discussão.

Desde o início deste estudo, o intuito foi apresentar o mercado de balcão brasileiro como um todo, de maneira detalhada, mostrando suas características, seu funcionamento e seus sistemas regulatórios ou a falta deles. O foco foi proporcionar um maior entendimento deste mercado que ainda é tão pouco estudado no Brasil, mas que movimenta grande volume de contratos, muitos destes sem registro em órgãos autorizados, de modo a avaliar a possibilidade da implantação de medidas que possam trazer mais transparência e redução dos riscos neste ambiente como um todo e em especial para seu segmento não organizado.

Viu-se que dentro do mercado de balcão brasileiro existe uma divisão entre mercado de balcão organizado e mercado de balcão não organizado, sendo que em cada um destes segmentos existem vários tipos de contratos, seja eles de ativos, de derivativos ou de *commodities*. A Figura 7 expõe de maneira sintética tal segmentação do mercado de balcão brasileiro:

Fonte: Elaboração da própria autora

Figura 7- Divisão do Mercado de Balcão Brasileiro

Analisando a Figura 7, percebe-se que o mercado de balcão apresenta um segmento organizado, onde os contratos de balcão são firmados e/ou registrados em órgãos autorizados a funcionar como centrais de registro pela CVM, tais órgãos são as câmaras de registro da BM&FBOVESPA e a central de registro da CETIP S.A., como foi apresentado no capítulo três. Já no segmento não organizado, os contratos não são firmados e/ou registrados em

órgãos que tem o funcionamento consentido pela autoridade responsável do assunto. Os contratos deste segmento podem ser registrados na BBM ou em cartórios.

Considerando todas as formas possíveis de registro dos contratos de balcão e tendo por base tudo o que já foi apresentado por este trabalho, percebe-se que os registros na BM&FBOVESPA e na CETIP S.A. são os que dão mais respaldo às partes do contrato de balcão, seja por meio de uma *clearing* (serviço oferecido pela BM&FBOVESPA) ou através da gestão de colateral (oferecido pela CETIP S.A.). Já o registro da BBM não está sob a fiscalização da CVM, logo não oferece o mesmo respaldo que os registros supracitados, porém ainda sim, garante para as partes do contrato o direito ao juízo arbitral, que como também já foi abordado anteriormente, tem como objetivo a solução de entraves originados em contratos registrados na BBM. Por fim, ainda existe o registro dos contratos em cartório, que de todos os registros é o que traz menos garantias, isso porque em caso de descumprimento do que foi acertado por uma das partes, o fato do contrato estar registrado em cartório não implica em nenhum respaldo adicional, além do que a justiça comum oferece.

Como se pode apreender, os contratos que apresentam inerentemente mais riscos às suas partes são os de balcão não organizado. Como foi visto no capítulo quatro, vários contratos utilizados para o financiamento da produção agropecuária, como o contrato de soja verde e o de troca de insumo por produto, fazem parte da divisão não organizada do mercado de balcão.

Por outro lado, como já exposto por este estudo no capítulo três, o mercado de balcão de derivativos brasileiro é muito mais regulamentado, pois conta com uma *clearing house* disponibilizada pela BM&FBOVESPA, que faz o registro e garante a liquidação dos contratos e também com a gestão de colateral oferecida pela CETIP S.A., logo é classificado como organizado. Fora do país no que se refere aos sistemas de registro e liquidação de contratos de balcão, pode-se citar a CME ClearPort, que é um serviço de *clearing* para contratos OTC (contratos de balcão) oferecido pela CME Group. De acordo com o site deste serviço, e como já foi salientado anteriormente, são registrados na CME ClearPort mais de 700.000 contratos diariamente, sendo que existe mais de 17.000 usuários no mundo todo que fazem parte de seus registros. Com este serviço os negócios são conduzidos fora da bolsa, assim como são todos os contratos de balcão, porém desfrutam de vantagens de eficiência, confiança e segurança em relação a qualquer possibilidade de não cumprimento do contrato.

A despeito disso, a discussão proposta por este estudo além de abranger um maior entendimento do mercado de balcão brasileiro, visa debater sugestões que possam ser trazidas para seu segmento não organizado, a fim de garantir uma maior mitigação de seu risco. Viu-se

no capítulo cinco que a principal diferença entre o mercado futuro agropecuário e o mercado de balcão não organizado também agropecuário, no que diz respeito aos mecanismos de mitigação de riscos e garantia das operações, é a existência de uma *clearing* no primeiro mercado.

Ao longo do desenvolvimento deste trabalho, já foram demonstradas as vantagens que uma *clearing house* traz para o mercado de balcão, registrando e trazendo uma maior garantia para seus contratos, a fim de promover mais transparência, liquidez e reduzir o risco das contrapartes. Acharya et al (2009), consegue demonstrar de uma forma sucinta e clara, através das Figuras 8 e 9 apresentadas abaixo, a sistematização de um mercado OTC (de balcão) sem uma *clearing house* e a de um mesmo mercado com uma *clearing house*. A Figura 8 representa o mercado OTC onde não há uma *clearing*, neste ambiente cada um dos seis quadrados representa uma instituição financeira (FI) ou um agente atuante no mercado. No total existem quinze possíveis negociações bilaterais acontecendo, que são representadas pelas setas em vários sentidos. De acordo com o autor, sem as informações adicionais que poderiam estar disponíveis, caso o mercado fosse regulamentado por uma *clearing*, cada um dos agentes não consegue antever a magnitude do risco de crédito total dos outros agentes com os quais estão fechando negócio. Já quando o mercado OTC é intermediado por uma *clearing house* central (CCH), como mostra a Figura 9, um mercado com o mesmo número de agentes, agora só possui seis transações, uma para cada contraparte, com um intermediário comum, representado pelo quadrado central: a *clearing*. Neste último caso o risco de crédito é mitigado pela *clearing*, que garante o contrato em caso de *default*⁴⁵ de uma das partes.

FI: Instituições financeiras

FONTE: Acharya, et. al (2009)

Figura 8- Mercado over-the-counter (de balcão) sem uma clearing

⁴⁵ Calote, descumprimento das obrigações.

FI: Instituições financeiras e CCH: clearinghouse central

FONTE: Acharya et al. (2009).

Figura 9- Mercado over-the-counter (de balcão) com uma clearing

Logo, seguindo o raciocínio de Acharya et al. (2009), a proposta de implantação de uma *clearing* pode ser benéfica para os ambientes de balcão, à medida que a mesma reduziria o risco de crédito inerente aos seus contratos, principalmente àqueles do segmento não organizado. Porém implantar no mercado de balcão não organizado brasileiro um sistema como este, que funciona como contraparte central, não é simples, pois ele tem de ser inserido dentro do Sistema de Pagamentos Brasileiro apresentado no capítulo dois deste estudo, assim como as *clearings* da BM&FBOVESPA e ser submetido às suas regras de funcionamento, além de acarretar custos para as partes dos contratos e necessitar de ampla aceitação dos agentes do mercado. Para investigar sobre esta e outras propostas de melhoria para o mercado de balcão não organizado e para entender um pouco mais sobre este mercado e os seus contratos de maneira geral, é que foram realizadas as entrevistas citadas na metodologia deste trabalho.

A primeira entrevista foi feita com o gerente de títulos e registro da Bolsa Brasileira de Mercadorias, Roberto Ricardo Barbosa Machado, que falou essencialmente sobre os contratos de balcão não organizados, tanto daqueles registrados na BBM, quanto daqueles registrados apenas em cartórios. Boa parte da contribuição desta entrevista no que tange a estes contratos, foi inserida no conteúdo das subseções 4.2.1 e 4.2.2 do capítulo quatro.

No que diz respeito à sugestão de se implantar uma *clearing* para os contratos de balcão como um todo, Machado (2012) falou sobre esta possibilidade para os contratos de balcão não organizado, em específico para os agropecuários, em sua opinião, tal implantação seria inviável, já que exigiria de ambas as partes garantias no mínimo de 120% do valor do contrato, e ainda estas garantias deveriam ser de alta liquidez⁴⁶, e os agentes participantes

⁴⁶ São exemplos de garantias de alta liquidez: depósitos em dinheiro, títulos públicos, aval bancário, certificado de depósito bancário (CDB), dentre outros.

deste tipo de contrato não têm condições de arcar com tamanhas garantias, principalmente quando se trata do produtor, que já está fazendo o contrato para obter financiamento para sua produção. Para Machado (2012), é muito mais barato pagar as garantias e os ajustes diários exigidos no mercado futuro, mas como já é sabido que o produtor não tem liquidez para fazer frente à sua entrada no mercado futuro, então muito menos condições ele teria de colocar seus contratos em uma possível *clearing*.

Machado (2012) acredita que o volume de contratos de balcão não organizados que só foram registrados em cartório, também conhecidos como contratos de gaveta, pode estar em torno de 40 bilhões de reais, mas não há como afirmar com certeza este número, já que não existe um registro destes contratos em algum sistema específico, seja ele autorizado ou não pelas autoridades competentes. Logo a sua apuração é praticamente impossível, uma vez que dependeria da informação de todos os cartórios que registram este tipo de contrato. Para o entrevistado, o ideal é que todos os contratos pudessem ser registrados em sistemas especializados, para que se pudesse saber o tamanho real deste mercado. Mas como foi apresentado no decorrer deste trabalho, já existem sistemas de registro de contrato de balcão na BM&FBOVESPA, na CETIP e na BBM, a questão é que os agentes que negociam tais contratos, não têm interesse de registrá-los, segundo Machado (2012).

Para reforçar a tese de que os agentes não têm interesse de registrar seus negócios, nem de inseri-los em sistemas que traga a eles mais garantias e respaldos, o entrevistado contou que a BBM criou e disponibilizou um sistema de negociação de boi, que traria mais segurança para ambas as partes do negócio, porém excetuando os negócios experimentais, o sistema, que existe até hoje, não registrou nenhuma transação.

Em suma, na opinião de Machado (2012) a proposta de implantar uma *clearing* no mercado de balcão brasileiro que abranja os contratos agropecuários de balcão não organizados não é viável, isso porque os agentes que efetuam este tipo de contrato não teriam como arcar com as despesas exigidas por tal central contraparte e também eles não tem interesse de fazer uso de tal serviço, mesmo sabendo dos riscos inerentes aos contratos de balcão não organizados. Para o entrevistado o ideal seria que todos os contratos de balcão não organizado fossem registrados em sistemas especializados, para que dessa forma houvesse estatísticas disponíveis que pudessem contribuir para um melhor mapeamento e entendimento do mercado de balcão não organizado brasileiro.

A segunda entrevista foi feita com Carlos Eduardo Ratto Pereira Pereira, diretor executivo de produtos comerciais e marketing da CETIP S.A.. O primeiro tema abordado na entrevista foi sobre o sistema de gestão de colateral, que proporciona o gerenciamento do

risco bilateral dos negócios de balcão registrados na CETIP S.A., as informações obtidas sobre este tema foram incorporadas na subseção 3.3.2.2 do capítulo três, que trata da CETIP S.A. e dos contratos de balcão registrados por ela.

Já o segundo tema discutido com Pereira (2012), foi a solicitação de autorização do Banco Central e da CVM, pedido pela CETIP S.A., para estruturar uma câmara de compensação e liquidação (*clearing*) em seu sistema de serviços. Segundo o entrevistado, a idéia no que tange ao mercado de balcão organizado, é oferecer o serviço de negociação de derivativos de balcão sob uma *clearing*, já que atualmente a CETIP S.A. é responsável apenas pelo registro destes negócios. Porém, os serviços de *clearing* inicialmente serão oferecidos apenas para aqueles derivativos de balcão organizados menos complexos.

Por fim, outro ponto tratado com Pereira (2012) foi sobre medidas que podem trazer uma maior regulamentação para o mercado de balcão como um todo, para ele no que diz respeito ao mercado de derivativos de balcão, que é o mercado de balcão que a CETIP S.A. esta mais próxima, o Brasil apresenta regulações bem mais rígidas do que, por exemplo, a dos EUA (como foi verificado no capítulo três deste trabalho), isso porque todos os negócios de derivativos de balcão são registrados em instituições que estão sob a égide da CVM, logo fazem parte do segmento organizado do mercado de balcão. Em sua opinião, é importante trazer os contratos de balcão não organizado para um registro especializado, no sentido de garantir mais transparência ao mercado de balcão como um todo.

Contudo, o segundo entrevistado mostra dentre outras coisas, a iniciativa da CETIP S.A. em montar uma *clearing* para os contratos de balcão organizados, que até então ela só registrava. Esta parece ser uma medida alinhada com a tendência internacional que já foi explorada neste estudo, de trazer para dentro de uma central contraparte os contratos de balcão. No que tange aos contratos agropecuários do segmento não organizado, apesar de não ser sua especialidade, Pereira (2012) vê grande importância no registro destes contratos, no sentido de dar mais clareza a eles e, por conseguinte, ao mercado de balcão não organizado como um todo.

Logo, o que se apreende das entrevistas com os dois agentes do mercado, é que há um consenso entre eles de que propostas para aumentar a transparência do mercado de balcão, em especial a do mercado de balcão não organizado, são necessárias e com certeza poderão trazer benefícios para tal mercado. Porém a sugestão da implantação de uma *clearing* parece não ser viável atualmente, pelo menos para os contratos agropecuários de balcão não organizados, não só pelos gastos que traria para ambas as partes do contrato, mas também pela baixa adesão que teria, já que segundo Machado, muitos dos que realizam contratos de balcão não

organizado, preferem deixá-los na “gaveta”, ou seja, guardados, sem registrá-los em órgãos como a BM&FBOVESPA, a CETIP ou a BBM.

Desta maneira, o que se pode sugerir como medidas para dar mais transparência e segurança para o mercado de balcão não organizado agropecuário são inicialmente pequenas mudanças, como por exemplo, nos contratos. Sabe-se que no mercado aqui discutido os contratos são realizados entre as partes e estruturados de acordo com a vontade de ambos. Seria interessante pensar em mudanças que os tornassem mais uniformizados, como por exemplo, estipular meses de vencimento fixos para todos os contratos de um determinado tipo. Assim, todos os contratos de soja verde poderiam ter determinados meses para o vencimento, sendo que estes meses seriam escolhidos de acordo com a safra e a entressafra da soja. Com isso haveria condições de se ter um pouco mais de conhecimento e controle sobre tais contratos, já que seria de conhecimento geral, e não só das partes dos contratos, os meses em que eles vencem.

Fixar as unidades de negociação de um contrato, também parece ser uma medida interessante, já que desta maneira ficaria muito mais fácil de produzir estatísticas referentes ao volume total que é negociado através de determinado tipo de contrato de balcão não organizado, além disso, as partes do contrato ao estarem cientes da unidade de negociação vigente para determinado contrato, poderão se programar com maior antecedência e antes de firmarem o negócio, poderão calcular quantos contratos terão de negociar para suprir suas necessidades.

Desta forma, lentamente o mercado de balcão não organizado começaria a adquirir algumas características de regulação existentes no mercado futuro e caminharia rumo, senão a padronização, pelo menos, a uma equiparação de seus contratos, que traria consigo certa transparência ao ambiente de balcão não organizado e seria um passo muito importante em direção ao registro destes em órgãos que fazem tal serviço no país.

Outra proposta interessante e de grande valor, seria conscientizar os agentes do mercado de balcão não organizado da importância de registrar as suas operações em outros órgãos, que não os cartórios, no sentido de que a partir do registro destas operações, poderia se produzir estatísticas que ajudariam a entender melhor tal ambiente de negociação e desta forma facilitar a identificação das deficiências deste mercado e a posterior solução destas.

As medidas propostas acima foram baseadas na estrutura de padronização e minimização de riscos existente dentro do mercado futuro agropecuário apresentado no capítulo cinco deste trabalho, guardada as devidas diferenças entre as finalidades dos

contratos destes dois mercados.⁴⁷ A intenção de se propor tais medidas para o mercado de balcão não organizado agropecuário é fazer com que sejam produzidas informações em tal mercado, que tornem mais fácil elaborar conclusões a respeito das condições de negociação neste ambiente, minimizando, deste modo, problemas de informações discrepantes.

Logo, com tais sugestões/propostas, a hipótese lançada por este estudo, de que existem medidas que podem ser adotadas no mercado de balcão brasileiro, especialmente na sua parte não organizada, com a finalidade de se obter mais transparência e regulamentação, fica confirmada.

Porém, deve-se deixar claro que o intuito deste estudo é apenas entender e analisar o mercado de balcão, quanto às suas características e à sua regulamentação, a fim de sugerir uma agenda de melhorias para seu ambiente de negociação. Contudo, a verificação da viabilidade destas sugestões e como as mesmas poderiam ser implementadas, foge do escopo deste trabalho, tornando-se tema para futuras pesquisas.

6.3 Resultados

Dado tudo o que foi apresentado no decorrer deste estudo e considerando a discussão feita na seção anterior, tem-se que o tema mercado de balcão é muito amplo, porém pouco explorado. Muitas negociações de ativos, derivativos e outros papéis, acontecem dentro deste mercado, seja no segmento organizado ou no não organizado, porém muito pouco se sabe sobre elas. Aquelas que são efetuadas dentro do segmento organizado, são pelo menos realizadas ou registradas em órgãos fiscalizados pela CVM, logo se consegue mensurar o volume das negociações deste segmento, bem como ter um controle maior sob os contratos que nele são efetivados.

Já no que diz respeito aos negócios efetuados no segmento não organizado do mercado de balcão, mais precisamente aos contratos agropecuários, os registros destes últimos são feitos apenas em cartórios ou na BBM, que como já foi visto, não estão sob a égide dos órgãos fiscalizadores. Logo, existe pouca regulamentação formal em tal segmento, de maneira que seus contratos na maioria das vezes são efetuados diretamente entre as partes, tendo por base a confiança que um agente tem na boa reputação do outro, com quem esta negociando. Esta situação acontece principalmente no caso dos contratos de balcão não organizados agropecuários, que são utilizados pelos produtores para conseguir financiar sua produção e que foram apresentados no capítulo quatro deste trabalho.

⁴⁷ Isso porque os contratos futuros visam mitigar o risco de preço e os contratos de balcão não organizado são firmados finalidade de financiar a produção agropecuária.

Pode-se dizer, com base nas entrevistas realizadas com os agentes de mercado, cujos pontos principais foram apresentados na discussão deste trabalho, que parece ser um consenso a questão de trazer mais transparência para o mercado de balcão como um todo, de forma, que se possa ter disponíveis mais informações sobre os contratos realizados neste ambiente, principalmente no seu segmento não organizado. Essa maior transparência pode ser trazida com os registros dos contratos em um sistema que reúna todas as suas informações, e torne possível a elaboração de estatísticas que possam colaborar para a apresentação de um perfil mais elaborado do mercado de balcão, possibilitando assim, análises mais aprofundadas deste e a continuidade da pesquisa iniciada por este trabalho.

O registro destes contratos pode se tornar viável a partir da execução de uma agenda de sugestões expostas na discussão feita anteriormente, que contempla algumas mudanças nos contratos em questão, como a definição dos meses de vencimento, a fixação das unidades de negociação, dentre outras, que à medida que forem implementadas, trarão uma maior padronização e com isso mais transparência para o ambiente de negociação, pois tornará mais fácil o registro dos contratos. Tal registro é um dos passos que possivelmente levará a uma futura implantação de uma *clearing house*, que atualmente parece ser inviável para os contratos agropecuários de balcão não organizado, visto que nem os contratos e nem os agentes do mercado de balcão não organizado agropecuário estão preparados para tal implantação.

As evidências parecem apontar para um maior consenso de que os contratos de balcão organizado já estão preparados para serem registrados e liquidados por uma *clearing*, visto que os serviços de central contraparte já são oferecidos aos contratos deste segmento, pela BM&FBOVESPA e no futuro será também oferecido pela CETIP.

Para os contratos de balcão não organizados, mais especificamente para o segmento agropecuário deste tipo de contrato, a concordância gira em torno da necessidade de registro destes em sistemas devidamente especializados, que seria uma forma inicial de se obter suas informações, já que pela discussão apresentada, não se tem se quer a dimensão precisa do volume destes contratos, isso porque a maioria é apenas registrada em cartório, ficando restrita ao conhecimento das partes que o efetivaram.

Sendo assim, o que se pode afirmar, é que atualmente o mercado de balcão brasileiro, principalmente seu segmento não organizado ainda tem muito que evoluir no que diz respeito à sua regulamentação. Isto porque no mercado de balcão não organizado, na maioria das vezes, não se conhece as características dos contratos efetuados, pois estes são firmados entre as partes e salvo uma pequena parcela, não são registrados em sistemas preparados para

receber este tipo de contrato. E a falta de conhecimento sobre estes é muito prejudicial, principalmente quando se trata de mitigar riscos de crédito. Para que no futuro se possa ter uma maior regulamentação no mercado em questão é preciso que sejam colocadas em prática algumas medidas regulatórias, sendo que a primeira delas seria a obrigatoriedade do registro dos contratos realizados neste ambiente, seja na câmara da BM&FBOVESPA, na CETIP, na BBM ou em qualquer outro serviço deste gênero que possa vir a ser criado, para que desta forma, os contratos adquiram mais transparência. Para isso algumas mudanças, a favor de uma maior padronização de tais contratos, deverão ser colocadas em prática.

6.4 Conclusão

A intenção deste trabalho foi possibilitar um maior conhecimento do mercado de balcão brasileiro, tanto em relação às suas características quanto em relação à sua regulamentação, para isso inicialmente foi apresentada a localização do mercado de balcão dentro do Sistema Financeiro Nacional, posteriormente apresentou-se a segmentação de tal mercado em organizado e não organizado, bem como as características prevalecentes em cada segmento.

No mercado de balcão organizado brasileiro os contratos devem ser firmados ou registrados em algum órgão autorizado a funcionar pela CVM, como por exemplo, as câmaras de compensação da BM&FBOVESPA ou da CETIP. Viu-se que o primeiro mercado de balcão organizado de ações do Brasil foi inspirado na estrutura de balcão organizado norte-americano conhecido como NASDAQ (National Association for Securities Dealers Automated Quotation). E que o mercado de balcão de derivativos brasileiro pode ser considerado como organizado, visto que depois da promulgação da Lei nº 12.543 de 8 de dezembro de 2011, que foi criada a partir da medida provisória nº539 de 26 de julho de 2011, passou a ser condição de validade para os contratos de derivativos, o seu registro em órgãos autorizados a funcionar pela CVM. Diferentemente do mercado de derivativos norte-americano que passou por sérias turbulências no período da crise de 2008, justamente porque estava inserido em um ambiente de balcão não organizado, em que os contratos firmados de acordo com as necessidades de ambas as partes, não eram registrados, e muito menos inseridos em um sistema de *clearing* que garantisse tais contratos e assim reduzisse os riscos que incorriam os agentes que efetuavam as negociações.

Também foi dedicado um capítulo para a análise do mercado de balcão não organizado, que ficou restrita a sua parte agropecuária devido às dificuldades de se encontrar informações sobre tal segmento. Pôde-se constatar que o mercado de balcão não organizado

agropecuário é muito pouco ou quase nada regulamentado, já que os registros neste ambiente são poucos e quando realizados, são por órgãos que não estão sob a égide da CVM (BBM e cartórios), logo não existe nenhum mecanismo que garanta o cumprimento dos contratos por ambas as partes. Ficando a mitigação dos riscos das negociações a cargo dos próprios agentes, que se valem de certos arranjos, como por exemplo, utilizar uma CPR como contragarantia, para minimizar seus riscos de perdas.

A fim de contemplar a hipótese deste trabalho, foram realizadas entrevistas com os agentes do mercado, através destas, foram coletadas sugestões e perspectivas no que diz respeito à regulação do mercado em questão, principalmente do seu segmento não organizado. E de maneira complementar foi elaborada uma comparação, guardadas as devidas diferenças, entre a regulamentação do mercado futuro agropecuário e o mercado de balcão não organizado também agropecuário (exposta no capítulo cinco).

Sendo assim, pode-se chegar à conclusão de que o mercado de balcão brasileiro possui dois segmentos que se distinguem em relação à regulação de seus contratos. A parte organizada onde são negociados ativos, derivativos, dentre outros tipos de papéis, tem uma regulamentação e uma fiscalização maior de seus contratos, uma vez que todos os órgãos que administram este segmento do mercado de balcão estão sob a égide da CVM, o que proporciona uma rigidez maior no que tange a condução e a efetivação dos negócios. E, além disso, este segmento conta com sistemas de *clearing* e de gestão de colateral, oferecidos respectivamente pela BM&FBOVESPA e pela CETIP, que garantem mais segurança no momento da liquidação do contrato.

Já a parte não organizada do mercado de balcão brasileiro, ainda possui pouca regulamentação no que tange ao registro e a liquidação de seus contratos, através da análise dos contratos agropecuários deste segmento, ficou evidente que a maioria destes são classificados como “de gaveta”, pois na maioria das vezes são efetuados entre as partes e não são registrados, mesmo porque no mercado de balcão não organizado brasileiro não existe uma lei que obrigue o registro dos contratos em órgãos autorizados, como acontece no segmento organizado. Esta falta de registro dificulta uma análise mais aprofundada deste mercado, pois faz com que seja muito difícil a coleta de informações consolidadas sobre por exemplo, características e volumes dos contratos efetivados.

Também pode-se concluir que a hipótese proposta por este trabalho é válida, já que através dos procedimentos de pesquisa realizados por este estudo foi possível elaborar uma agenda de sugestões baseada na estrutura regulatória do mercado futuro agropecuário, que pode ser implementada no mercado de balcão não organizado agropecuário, de maneira a

permitir que este caminhe aos poucos, rumo a um registro de seus contratos e futuramente chegue a reunir condições para a implantação de uma *clearing*. Tais sugestões contemplam os seguintes itens: i)- estipular meses fixos para o vencimento dos contratos; ii)- fixar as unidades de negociação dos contratos e iii)- conscientizar os agentes do mercado em relação aos benefícios de se registrar os contratos em instituições apropriadas.

Por fim, depreende-se que o mercado de balcão brasileiro apesar de ser pouco explorado e estudado, merece muita atenção, pois tem grande relevância para a economia brasileira, uma vez que dentro dele são realizados contratos de grande importância para vários setores, como por exemplo, os contratos de derivativos de balcão organizado, realizados pelas instituições financeiras, os contratos agropecuários de balcão não organizado, que servem para o produtor arrecadar fundos para financiar sua produção, dentre outros. Logo, o presente estudo buscou suprir um pouco desta necessidade de um melhor entendimento a respeito do mercado de balcão brasileiro.

Porém, deve-se lembrar que este é um trabalho de cunho exploratório, que servirá de base para futuras e mais aprofundadas pesquisas e que existe muito a ser explorado sobre o mercado de balcão brasileiro. Fica registrada a necessidade de trabalhos posteriores que busquem avaliar um modelo ideal para o OTC no Brasil, através de uma maior exploração da situação regulatória do mercado de balcão como um todo e em especial do seu segmento não organizado e de seus contratos, baseada em dados concretos e em maiores evidências empíricas, que o presente estudo devido à limitação de tempo, não pôde realizar.

REFERÊNCIAS

ACHARYA, V. V.; BRENNER, M.; ENGLE, R.; LYNCH, A.; RICHARDSON, M. Derivatives- the ultimate financial innovation. In: ACHARYA, V.V.; RICHARDSON, M. **Restoring inancial stability**: how to repair a failed system. New Jersey: John Wiley, 2009. cap. 10, p. 233-251.

AGRONEGÓCIO é o DNA da Bolsa Brasileira de Mercadorias. **Síntese Agropecuária**, São Paulo, n. 359. p.19-23. fev. 2011. Disponível em: <
<http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/Portal/Pages/Publicacoes/sinteseAgropecuaria/pdf/Sintese-359.pdf>>. Acesso em: 23 ago. 2012.

AKIN, M.S. Innovation and investment: Nasdaq-listed companies of Israel. **Technology and Investment**, New York, v.1, n.4, nov. 2010. Disponível em: <
<http://www.SciRP.org/journal/ti>>. Acesso em: 18 abr. 2012.

ALMEIDA, A.; FRANCA, T. J. F. Mercados financeiros rurais: alternativas para a agricultura. **Informações econômicas**, São Paulo, v.23, n.4, 1993. Disponível em:<
<ftp://ftp.sp.gov.br/ftpiea/tec2-0493.pdf>>. Acesso em: 18 ago. 2012.

ALMEIDA, L. F. **Ambiente institucional e contratos de crédito agrícola**: três estudos críticos. 2008. 229 p. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em:< <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-06102008-172424/pt-br.php>>. Acesso em: 14 mar. 2012.

ALVES, F. Derivativos negociados em balcão somam US\$ 708 tri. **O Estado de São Paulo**, São Paulo. 16 nov. 2011. Disponível em: <
<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia+geral,derivativos-negociados-em-balcao-somam-us-708-tri,92437,0.htm>>. Acesso em: 16 abr. 2012.

ARAÚJO, P. F. C.; ALMEIDA, A. Financiamento rural nos mercados informais. In: SEMINÁRIO AS DIFÍCEIS OPÇÕES DO FINANCIAMENTO RURAL, 1992, Belo Horizonte. **Anais...** Belo Horizonte: CNA/FAEMG, 1992. p.1-15.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003. 400p.

ASSOCIAÇÃO BM&F. Estrutura e processo de liquidação na câmara de derivativos. In: _____. **Apostila PQO**. São Paulo: Instituto Educacional BM&FBOVESPA, 2012. p.1-17. Disponível em: < http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQO_Cap_13_V2.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2012.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS - ANBIMA. **Reforma financeira Norte-Americana: A lei Dodd Frank**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011. 44p. Disponível em:< <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/perspectivas/Documents/Perspectivas%20ANBIMA%20Reforma%20Americana.pdf>>. Acesso em: 9 jun. 2012.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS - ANCORD. **Carta da ANCORD**, v.1, n.2, Mar./abr. de 2011. Disponível em:< http://www.ancord.org.br/website_ancord/paginas/Cartas/2.html>. Acesso em: 17 abr. 2012.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO- ANDIMA. **Mercado de balcão de renda fixa: uma agenda de debates**. Rio de Janeiro: Andima, 2006. 94 p.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO- ANDIMA; CENTRAL DE CUSTÓDIA E LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA DE TÍTULOS - CETIP S.A. MERCADOS ORGANIZADOS. **Títulos do agronegócio: CPR: cédula de produto rural**. Rio de Janeiro, 2008. 68p.

BACIC, M. J.; SILVEIRA, R. L. F. da; SOUZA, M. C. A. de. Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor: uma reflexão a partir do uso de derivativos por empresas líderes brasileiras. **Revista Del Instituto de Custos**, Braga, n.6 p.49-68. Jan./jun. 2010. Disponível em: < http://www.revistaic.org/articulos/num6/articulo3_esp.pdf>. Acesso em: 25 jun. 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL- BACEN. Circular n. 3.057 de 31 de agosto de 2001. Aprova regulamento que disciplina o funcionamento dos sistemas operados pelas câmaras e pelos prestadores de serviços de compensação e de liquidação que integram o sistema de pagamentos. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2001/pdf/circ_3057_v5_P.pdf>. Acesso em: 1 nov. 2012.

_____. Circular n.3.100 de 28 de março de 2002. Institui o Sistema de Transferência de Reservas - STR e aprova seu regulamento. Disponível em: < http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2002/pdf/circ_3100_v5_L.pdf>. Acesso em: 1 nov. 2012.

_____. Circular n. 3.481 de 15 de janeiro de 2010. Aprova novo Regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). Disponível em: < http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2010/pdf/circ_3481_v1_O.pdf>. Acesso em: 3 nov. 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL- BACEN. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 23 mar. 2012.

_____. **Entenda o Mercado.** Disponível em: <www.bb.com.br/docs/pub/voce/dwn/termos7.pdf>. Acesso em: 28 abr. 2012.

_____. **Sistema de Pagamentos Brasileiro.** Brasília: Departamento de Operações Bancárias e Sistema de Pagamentos, 2009. 40 p. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/spb-textocompleto-pdf.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

BANCOS exigem garantias para derivativos de balcão. **Agência Estado**, São Paulo, 12 out. 2011. Disponível em: <<http://www.dgabc.com.br/News/5919279/bancos-exigem-garantias-para-derivativos-de-balcao.aspx>>. Acesso em: 06 abr. 2012.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **OTC derivatives market activity in the first half of 2011.** Switzerland: Monetary and Economic Department, nov. 2011. 28 p.

BECERRA, K. **Mercado de capitais:** Bolsa de mercadorias e futuros do Brasil (BM&F). 2007. 21p. Trabalho de Pós-Graduação (Pós – Graduação em contabilidade para gestão de negócios)- Faculdade de Ciências Administrativas e Negócios, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: < http://artigocientifico.uol.com.br/uploads/artc_1199900017_64.pdf>. Acesso em: 12 mar. 2012.

BELIK, W.; PAULILLO, L. F. O financiamento da produção agrícola brasileira na década de 90: ajustamento e seletividade. In: LEITE, S. **Políticas públicas e agricultura no Brasil.** Porto Alegre: UFRGS, 2001. p. 95-120.

BOESSO, I.B. Coordenador de *market data* da CETIP. 2012. Comunicação pessoal.

BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIAS - BBM. **Estatuto Social.** Disponível em:< <http://www.bbmnet.com.br/pages/portal/bbmnet/pages/conheca/estatuto.asp>>. Acesso em: 20 ago. 2012.

_____. **Ofício circular**. 4 fev. 2004. Regulamenta o Juízo Arbitral. Disponível em: <<http://www.bbmnet.com.br/pages/portal/bbmnet/arquivos/documentos/BBM-Regulamento-Juizo-Arbitral.pdf>>. Acesso em: 28 set. 2012.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS- BM&FBOVESPA. **Conheça o PUMA Trading System CME Group e BM&FBOVESPA**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-negociacao/plataformas-de-negociacao/puma-trading-system/puma-trading-system.asp>>. Acesso em: 20 abr. 2012.

_____. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2012.

_____. Introdução ao mercado de capitais. São Paulo, maio 2010. 43p. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em: 17 maio 2012.

_____. **Manual de administração de risco da câmara de derivativos**: segmento BM&F. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2011 d. 119p. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MAR-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em: 1 nov. 2012.

_____. **Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos**: segmento BM&F. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2011b. 124p. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em: 03 maio 2012.

_____. **Manual de procedimentos operacionais do mercado de balcão organizado da BM&FBOVESPA**. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2010. 26p.

_____. **Perguntas mais freqüentes**. 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/perguntas-frequentes-resposta.aspx?idioma=pt-br#2.18>>. Acesso em: 15 mar. 2012.

_____. **Regulamento da câmara de registro, compensação e liquidação de operações de derivativos**: segmento BM&F. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2011c. 15p. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em: 1 nov. 2012.

_____. **Regulamento de operações do segmento BM&F – sistemas de negociação de derivativos:** pregões viva-voz e eletrônico. 29 p. Disponível em:<
http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd_manual/regulamento-operacoes-segmento-BMF.pdf>. Acesso em: 25 out. 2012.

_____. **Relação com os investidores.** Disponível em:
 <http://ri.bmfbovespa.com.br/site/portal_investidores/pt/a_bovespa/empresas_grupo/empresas_grupo.aspx>. Acesso em: 25 abr. 2012.

_____. **Relatório anual 2011.** São Paulo: BM&FBOVESPA, 2011 a. 145p. Disponível em:<
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/BMFBOVESPA-Relatorio-Anual-2011.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2012.

_____. **Sobre a Bolsa.** Disponível em:
 <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 abr. 2012.

BOVESPA. **Relatório Anual.** São Paulo: BOVESPA, 2003. 69 p.

BOVESPA e bolsa de Santiago anunciam mercado de derivativos no Chile. **Brasil Econômico**, São Paulo, 12 abr. 2012. Disponível em:<
http://www.brasileconomico.ig.com.br/noticias/bovespa-e-bolsa-de-santiago-anunciam-mercado-de-derivativos-no-chile_115458.html>. Acesso em: 20 maio 2012.

BRASIL. Decreto Lei n.167, de 14 de fevereiro de 1967. Dispõe sobre títulos de crédito rural e dá outras providências. Disponível em:< http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0167.htm>. Acesso em: 14 ago. 2012.

_____. Decreto Lei n.413, de 9 de janeiro de 1969. Dispõe sobre títulos de crédito industrial e dá outras providências. Disponível em:< http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0413.htm>. Acesso em: 15 ago. 2012.

_____. Decreto Lei n.1.344, de 13 de junho de 1939. Modifica a legislação sobre bolsas de valores. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/Del1344.htm>. Acesso em: 10 jun. 2012.

BRASIL. Exto. integral da instrução da CVM n. 243, de 1º de março de 1996, com as alterações introduzidas pelas instruções da CVM n.250/96, n. 289/98 e n. 343/00. Disponível em:<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst243consolid.htm>>. Acesso em: 17 abr. 2012.

BRASIL. Instrução CVM n. 243, de 1º de março de 1996. Disciplina o funcionamento do mercado de balcão organizado. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst243.htm>>. Acesso em: 26 abr. 2012.

_____. Instrução CVM n.384, de 17 de março de 2003. Dispõe sobre a atividade de formador de mercado para valores mobiliários em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado e revoga a Instrução CVM nº 244/96. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst384.htm>>. Acesso em: 10 abr. 2012.

_____. Instrução CVM n. 461, de 23 de outubro de 2007. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Revoga as Instruções CVM n. 42, de 28 de fevereiro de 1985; n. 179, de 13 de fevereiro de 1992, n. 184, de 19 de março de 1992; n. 203, de 07 de dezembro de 1993; n. 263, de 21 de maio de 1997; n. 344, de 17 de agosto de 2000; n. 362, de 05 de março de 2002; n. 379, de 12 de novembro de 2002; o art. 6º da Instrução n. 312, de 13 de agosto de 1999; os arts. 1º a 14 e 17 da Instrução n. 243, de 1º de março de 1996; Instrução CVM n. 250, de 14 de junho de 1996; arts. 2º a 7º, caput e §1º do art. 8º, arts. 10, 13, 15 e 16 da Instrução n. 297, de 18 de dezembro de 1998; o parágrafo único do art. 1º e o art. 3º da Instrução n. 202, de 06 de dezembro de 1993; e a Deliberação nº 20, de 15 de fevereiro de 1985. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst461consolid.doc>. Acesso em: 26 abr. 2012.

_____. Instrução CVM n.467, de 10 de abril de 2008. Dispõe sobre a aprovação de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários. Revoga o art. 10 da Instrução CVM n. 283, de 10 de julho de 1998. Disponível em: <<http://www.cnb.org.br/CNBV/instrucoes/ins467-2008.htm>>. Acesso em: 19 jul. 2012.

_____. Instrução CVM n. 486, de 17 de novembro de 2010. Acrescenta artigo à Instrução CVM n. 467, de 10 de abril de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=/inst/inst486.doc>. Acesso em: 25 abr. 2012.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, criam o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial**. Brasília, 31 de jan.1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm>. Acesso em: 12 mar. 2012.

_____. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Diário Oficial**. Brasília, 16 jul.1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>. Acesso em: 11 maio 2012.

_____. Lei n. 4.829, de 5 de novembro de 1965. Institucionaliza o crédito rural. **Diário Oficial**, Brasília, 9 nov. 1965. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4829.htm>. Acesso em: 25 mar. 2012.

_____. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial**. Brasília, 9 dez. 1976. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 20 fev. 2012.

_____. Lei n.8.929 de 22 de agosto de 1994. Institui a Cédula de Produto Rural e da outras providências. **Diário Oficial**. Brasília, 23 de ago. de 1994. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8929.htm>. Acesso em: 7 mar. 2012.

_____. Lei n. 9.307, de 23 de setembro de 1996. Dispõe sobre a arbitragem. **Diário Oficial**, Brasília, 24 set. 1996. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9307.htm>. Acesso em: 11 mar. 2012.

_____. Lei n. 10.200, de 14 de fevereiro de 2001. Acresce e altera dispositivos da Lei n. 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural, e dá outras providências. **Diário Oficial**, Brasília, 16 fev. 2001. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10200.htm>. Acesso em: 6 mar. 2012.

_____. Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências. **Diário Oficial**. Brasília, 28 mar. 2001. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10214.htm>. Acesso em: 10 mar. 2012.

_____. Lei n.10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial**, Brasília, 1 nov. 2001. Disponível em:< http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 20 fev. 2012.

_____. Lei n. 12.543, de 8 de dezembro de 2011. Autoriza o Conselho Monetário Nacional, para fins de política monetária e cambial, a estabelecer condições específicas para negociação de contratos derivativos; altera os arts. 2º e 3º da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o inciso IV do art. 3º do Decreto-Lei n. 1.783, de 18 de abril de 1980, os arts. 1º, 2º e 3º da Lei n. 8.894, de 21 de junho de 1994, e a Lei n. 10.931, de 2 de agosto de 2004; e dá outras providências. **Diário Oficial**, Brasília, 9 dez. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12543.htm>. Acesso em: 24 mar. 2012.

BRASIL. Medida Provisória n.539, de 26 de julho de 2011. Autoriza o Conselho Monetário Nacional, para fins da política monetária e cambial, a estabelecer condições específicas para negociação de contratos de derivativos, altera o art. 3º do Decreto-Lei n. 1.783, de 18 de abril de 1980, e os arts. 1º e 2º da Lei n. 8.894, de 21 de junho de 1994, e dá outras providências. **Diário Oficial**. Brasília, 27 jun. 2011. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Mpv/539.htm>. Acesso em: 6 ago. 2012.

_____. Medida Provisória n.2.017, de 19 de janeiro de 2000. Acresce dispositivo à Lei n. 8929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www6.senado.gov.br/mate/servlet/PDFMateServlet?m=43724&s=http://www.senado.gov.br/atividade/materia/MateFO.xml&o=ASC&o2=A&a=0>>. Acesso em: 21 ago. 2012.

BRASIL. Resolução n.1.524. de 21 de set.1988. Faculta aos bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedades de credito, financiamento e investimento a organização opcional em uma única instituição financeira, com personalidade jurídica própria, através de processos de fusão, incorporação, cisão, transformação ou constituição direta, com autorização previa do banco central. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1988/pdf/res_1524_v1_O.pdf>. Acesso em: 20 maio 2012.

_____. Resolução n. 2.138, de 29 de dezembro de 1994. Autoriza a realização, no mercado de balcão, de operações de "swap" e de opções sobre "swap", referenciadas em ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índices de preços por parte das instituições que especifica. Disponível em:< http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1994/pdf/res_2138_v1_O.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2012.

_____. Resolução n. 2.688, de 26 de janeiro de 2000. Autoriza a realização, no mercado de balcão, de operações de swap e de opções sobre swap, referencia das em ouro, taxas de câmbio, taxas de juros, ações, mercadorias e índices de preços e de ações por parte das instituições que especifica. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2688_v1_O.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2012.

_____. Resolução n. 2.690 de 28 de janeiro de 2000. Altera e consolida as leis que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores. Disponível em: < <http://www.cnb.org.br/CNBV/resolucoes/res2690-2000.htm>>. Acesso em: 18 abr. 2012.

_____. Resolução n. 2.882, de 30 de agosto de 2001. Dispõe sobre o sistema de pagamentos, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação que o integram. Disponível em: < http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2882_v1_O.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2012.

_____. Resolução n. 3.198, de 27 de maio de 2004. Altera e consolida a regulamentação relativa à prestação de serviços de auditoria independente para as instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e para as câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação. Disponível em: < <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=104080599&method=detalharNormativo>>. Acesso em: 3 nov. 2012.

BRITO, A. A reestruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro e seus impactos nas instituições financeiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 13, n. 28, 2002. Disponível em: < http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S151970772002000100005&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 8 maio 2012.

CAVALCANTE, F; MISUMI, Y. J. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002. 373p.

CAVALCANTE, F; MISUMI, Y. J; RUDGE, L. F. **Mercado de capitais: o que é como funciona**. 5 ed. São Paulo: Campos, 2005. 371p.

CENTRAL DE CUSTÓDIA E LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA DE TÍTULOS - CETIP S.A. MERCADOS ORGANIZADOS. **Manual de normas: cédula de produto rural**. São Paulo: CETIP, 9 nov. 2010. 12 p. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_CPR.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2012.

_____. **Manual de operações: gestão de colateral CETIPCOLateral**. São Paulo: CETIP, 2011. 72p. Disponível em: < http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/CETIPCOLateral/CETIPCOLateral.pdf>. Acesso em: 25 maio 2012.

_____. Serviços de Gestão de colateral. São Paulo: CETIP. Folheto explicativo. Disponível em: < <http://www.cetip.com.br/upload/Produto/da8177fe-c5c9-4545-bb62-276c5dd21265.pdf>>. Acesso em: 20 maio 2012.

_____. **Sobre a CETIP.** Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?SPBCETIP>>. Acesso em: 25 mar. 2012.

CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE - CME GROUP. Câmara de compensação da CME (CME Clearing): o melhor gerenciamento de risco começa com a segurança. 2008. Disponível em: < http://www.cmegroup.com/trading/files/Clearing_Brochure_PORT.pdf>. Acesso em: 26 jul. 2012.

_____. **Centrally-cleared agricultural swaps:** cultivating a risk management strategy to meet your goals. Chicago: CME, 2011. 8 p. Disponível em: < <http://www.cmegroup.com/trading/agricultural/files/centrally-cleared-ag-swaps-brochure.pdf>>. Acesso em: 28 jul. 2012.

_____. Disponível em: < <http://www.cmegroup.com>>. Acesso em: 14 abr. 2012.

CÓDIGO CIVIL. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 10 set. 2012.

CÓDIGO COMERCIAL. Disponível em: < <http://www.direitobrasil.adv.br/arquivospdf/codigos/CCon.pdf>>. Acesso em: 10 set. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS- CVM. **Mercado de balcão organizado.** Rio de Janeiro: Cadernos CVM- Superintendência de Proteção e Orientação a investidores, 2005. 32p.

CONTRATO DE SOJA COM LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?altura=1200&idioma=pt-br&url=www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/contratosProdutosAgropecuarios1.asp>>. Acesso em: 26 out. 2012.

COSTA, C. H. B.; AVANTE FILHO, A.; MACHADO, R. R. B. Bolsa Brasileira de Mercadorias: balanço das operações. **Agroanalysis**, São Paulo, v. 32 n.5, p.22, maio 2012.

CRUZ, M. A. da; MACEDO, M. A. S. Mercado futuro de commodities agropecuárias. In ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DA PRODUÇÃO 22., 2002, Curitiba. **Anais** Curitiba: ABEPRO, 2002. p. 1-8. Disponível em: <http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2002_TR30_0739.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2012.

CUP, C. L. OTC-Cleared Derivatives: benefits, costs, and implications of the “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”. **Journal of applied finance**, Florida, 2 ed. p.1-27, 2010. Disponível em: < <http://www.rmcsinc.com/articles/OTCCleared.pdf>>. Acesso em: 20 mar. 2012.

DODD, R. Over-the counter markets: what are they?. **Finance & Development**, v. 45, n.2, jun. 2008. Disponível em: < <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/basics.htm>>. Acesso em: 20 mar. 2012.

DUFFIE, D; HU, H. T. C. Competing for a share of global derivatives markets: trends and policy choices for the United States. **Rock Center for Corporate Governance Stanford University**, Stanford, n. 50, 2008. Disponível em:< http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1140869&http://www.google.com.br/##> . Acesso em: 23 mar. 2012.

ENNES, J. CVM regulamenta a central de exposição de derivativos. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 17 nov. 2010. Disponível em:< <http://www.valor.com.br/arquivo/689535/cvm-regulamenta-central-de-exposicao-de-derivativos>>. Acesso em: 10 maio 2012.

FARHI, M. Crise financeira e reformas da supervisão e regulação In. ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA 3., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: AKB, 2010. p.1-23. Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/33.pdf>>. Acesso em: 14 mar. 2012.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n.66, 2009. Disponível em:< http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S010340142009000200013&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 10 jun. 2012.

FEDERAÇÃO BRASILEIRA DOS BANCOS - FEBRABAN; BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS- BM&FBOVESPA; CENTRAL DE CUSTÓDIA E LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA DE TÍTULOS - CETIP S.A. MERCADOS ORGANIZADOS. CED: central de exposição a derivativos. Folheto explicativo. Disponível em: < <http://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF7I0aSDf9jyV/sitefebraban/CED-Apresenta%E7%E3o%20Berenguer.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2012.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Implementing OTC derivatives market reforms**. 25 out. 2010. 68p. Disponível em:< http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111011b.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2012.

FLACH, N. BM&F Bovespa firma acordo com bolsa do Chile. **Brasil Econômico**, São Paulo, 30 mar. 2012. Disponível em: <
http://www.brasileconomico.ig.com.br/noticias/bmf-bovespa-firma-acordo-com-bolsa-do-chile_114984.html>. Acesso em: 23 abr. 2012.

GALBRAITH, J. K. **A crise econômica de 1929**. Lisboa: Dom Quixote, 1972. 286p.

GARCIA, M. G. P. **O sistema financeiro e a economia brasileira durante a grande crise de 2008**. Rio de Janeiro: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais- ANBIMA, 2011. 71 p. Disponível em:<
<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=1000001380>>. Acesso em: 10 maio 2012.

GASQUES, J. G.; CONCEIÇÃO, J. C. P. R. Financiamento da agricultura: experiências e propostas. In: _____. **Transformações da agricultura e políticas públicas**. Brasília: IPEA, 2001. cap. 2, p. 95-155.

GIL, A. C. **Técnicas de pesquisa em economia e elaboração de monografias**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 221p.

GOMES, F. R. A bolsa de valores brasileira como fonte de informações financeiras. **Perspectivas em Ciência da Informação**, Belo Horizonte, v.2, n.2, p.189-202, Jul./dez. 1997.

GONÇALVES, J. S.; MARTIN, N. B.; RESENDE, J. V.; VEGRO, C. L. R. Padrão financeiro das agro-commodities com base nos novos títulos financeiros. In: INTERNATIONAL PENSA CONFERENCE, 5., 2005, Ribeirão Preto. **Anais...** Ribeirão Preto: PENSA, 2005. Disponível em:< <http://www.iea.sp.gov.br/download/pensa-270.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2012.

GONZALEZ, B. C. de R. A CPR financeira em perspectiva. **Revista Múltipla**, Brasília, v.23, n.30, jun. 2011. Disponível em:< <http://www.upis.br/revistamultipla/multipla30.pdf>>. Acesso em: 10 jul. 2012.

_____. Novas formas de financiamento da produção, base do agronegócio. In MONTROYA, M. A.; PARRÉ, J. L. **O agronegócio brasileiro no final do século XX: estrutura produtiva, arquitetura organizacional e tendências**. Passo Fundo: UPF Editora, 2000. cap. 5, p. 91-108.

_____. **Os ambientes contratual e operacional da cédula de produto rural (CPR) e interações com os mercados futuros e de opções**. 1999. 169 p. Tese (Doutorado em ciências. Área de concentração: economia aplicada)-Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”, Universidade de São Paulo, Piracicaba, 1999.

GONZALEZ, B. C. de R.; MARQUES, P. V. Características, vantagens e riscos da CPR com liquidação financeira. **Revista Preços Agrícolas**, Piracicaba, v. 14, n.161, p.15-17, mar. de 2000.

GRANT, J. Reforma financeira nos EUA é fonte de controvérsia. **Valor Econômico**. São Paulo, 18 jul. 2011. Disponível em:< <http://www.valor.com.br/arquivo/894857/reforma-financeira-nos-eua-e-fonte-de-controversia>>. Acesso em: 28 abr. 2012.

HULL, J. C. **Opções, futuros e outros derivativos**. São Paulo: BM&F, 1995. 609p.

IAGRO. Sistema de registro de informações do agronegócio IAGRO. **Agroanalysis**, São Paulo, v.31, n.2, p. 37-39, fev. de 2011.

KROSZNER, R.S. Can the financial markets privately regulate risk? : the development of derivatives clearing houses and recent over-the- counter innovations. **Journal of Money, Credit and Banking**, Ohio, v. 31, n. 3, p.596-618, ago.1999. Disponível em:< http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=170350>. Acesso em: 14 maio 2012.

LAGIOIA, U.C.T. **Fundamentos do mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2007. 198p.

LIMA FILHO, D.O.; SPROESSER, R. L.; TREDEZINI, C. A. O.; ANTON, E. Relações contratuais na cadeia produtiva da soja: um estudo de caso fundamentado na economia dos custos de transação. **REDES**: Santa Cruz do Sul, v. 12, n. 2, p. 218-233. Mai. /ago. 2007. Disponível em:< <http://online.unisc.br/seer/index.php/redes/article/viewFile/273/216>>. Acesso em: 24 jun. 2012.

LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. **Economia Monetária**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 495 p.

MACHADO, R. R. B. **Entrevista concedida**. 27 ago. 2012.

MALHOTRA, N.K. **Pesquisa de marketing**: uma orientação aplicada. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006. 720p.

MANDL, C. Com central, cai risco com derivativos. **O Valor Econômico**, São Paulo, 25 mar. 2011. Disponível em:< <http://www.valor.com.br/arquivo/879165/com-central-cai-risco-com-derivativos>>. Acesso em: 23 jun. 2012.

MARANHÃO, D. Bovespa Mais é só o começo. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, v. 5, n. 52, p. 45, dez. 2007. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=54&i=1715>. Acesso em: 14 abr. 2012.

MARQUES, P.V.; MELLO, P.; MARTINES FILHO, J. **Mercados futuros agropecuários: exemplos e aplicações para o mercado brasileiro**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. 223p.

MCLAUGHLIN, R. M. **Over-the-counter derivative products: a guide to business and legal risk management and documentation**. Nova Iorque: McGraw-hill, 1999. 508p.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL. Disponível em: <http://www1.previdencia.gov.br/pg_secundarias/previdencia_complementar_12.asp>. Acesso em: 2 abr. 2012.

MORRISON & FOERSTER. **International reform of OTC derivative regulation: how level is the playing field?** news bulletin, p.1-8, 15 jul. 2011. Disponível em: <<http://www.mofo.com/files/uploads/images/110715-otc-derivative-regulation.pdf>>. Acesso em: 17 jun. 2012.

NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATIONS - NASDAQ OMX. Disponível em: <<http://www.nasdaqomx.com/>>. Acesso em: 4 jun. 2012.

NOCE, P. C. E. **O Mercado de balcão nos Estados Unidos**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1973. 90 p.

NOGUEIRA, A. C. L. **Agricultura: o agronegócio da soja: produção nacional e mercado global**. São Paulo: Fipe, 2012. 6p. Disponível em: <http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2012/8_3-6-agr.pdf>. Acesso em: 12 set. 2012.

NOSAL, E. Clearing over-the-counter derivatives. **Economic Perspectives**, Chicago, v. 35, n.4, 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1959421>. Acesso em: 26 jun. 2012.

NUEVO, P. A. S. **A cédula de produto rural (CPR) como alternativa para o financiamento da produção agropecuária**. 1996. 109p. Dissertação (Mestrado em ciências. Área de concentração: economia aplicada)- Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”, Universidade de São Paulo, Piracicaba, 1996.

OPERADORA de mercados de ativos terá nova reclassificação a partir de 1º de julho. **Agência Brasil**, Brasília, 28 jun. 2002. Disponível em: < <http://agenciabrasil.ebc.com.br/noticia/2002-06-28/operadora-de-mercados-de-ativos-tera-nova-reclassificacao-partir-de-1%C2%BA-de-julho>>. Acesso em: 31 mar. 2012.

PEREIRA, C. E. R. **Entrevista concedida**. 30 ago. 2012.

PEREIRA, L. M. **Modelo de formação de preços de commodities agrícolas aplicado ao mercado de açúcar e álcool**. 2009. 199p. Tese (Doutorado em administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

PEROBELI, F. F. C. Mercado de Capitais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v.6, n.1, Jan./fev. 2007. Disponível em: < <http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/4711.pdf>> Acesso em: 10 jun. 2012.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2001. 328p.

PINHEIRO, V.; TRAVAGLINI, F. BM&F vê ganho com união de *clearing*. **Valor Econômico**, São Paulo, 6 nov. 2012. Disponível em:< <http://www.valor.com.br/financas/2892482/bmf-ve-ganho-com-uniao-de-clearings#ixzz2BTTC8yxp>>. Acesso em: 8 nov. 2012.

_____. Derivativos com garantia somam R\$ 3 bi. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 nov. 2011. Disponível em: < <http://www2.valoronline.com.br/financas/1091880/derivativos-com-garantia-somam-r-3-bi>>. Acesso em: 24 abr.2012.

_____. Garantia em derivativo deixará cartório. **Valor Econômico**, São Paulo, 19 dez. 2011. Disponível em: < <http://www.valor.com.br/financas/1143486/garantia-em-derivativo-deixara-cartorio>>. Acesso em: 31 mar. 2012.

POLK, D.; WARDWELL, L.L.P. **Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, enacted into law on July 21, 2010**. jun. 2010, 123p. Disponível em:< http://www.davispolk.com/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2012.

REZENDE, C.L. ***Pacta sunt servanda?*** quebra dos contratos de soja verde. 2008. 144p. Tese (doutorado em administração)- Faculdade de economia, administração e contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-07042008-143732/pt-br.php>>. Acesso em: 29 jul. 2012.

REZENDE, C. L.; ZYLBERSZTANJ, D. Quebras contratuais e dispersões de sentenças. **Revista Direito GV**, São Paulo, v. 7, n.1, p.155-176, Jan./jun. 2011. Disponível em: < <http://direitogv.fgv.br/sites/direitogv.fgv.br/files/07.pdf>>. Acesso em: 29 jun. 2012.

RICHARDSON, R.J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011. 336p.

SAMARA, B. S.; BARROS, J. C. de. **Pesquisa de Marketing: conceitos e metodologia**. 3. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002. 259 p.

SANT'ANNA, J. **Gestão de colateral em derivativos de balcão**. São Paulo: CETIP, mar. 2009. 37 dispositivos: color.

SANTOS, M. L. dos. **Finanças: fundamentos e processos**. Curitiba: IESDE Brasil S.A., 2007. 192p.

SILVA, G.S. **Novos instrumentos de financiamento do agronegócio brasileiro e uma análise das alternativas de investimento para o CDA/WA**. 2006. 242p. Dissertação (Mestrado em ciências. Área de concentração: economia aplicada)- Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz" Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2006.

SIMMS, M. The History: how Nasdaq was Born. **Traders Magazine**, Nova Iorque, jan. 1999. Disponível em:< <http://www.tradersmagazine.com/issues/19990131/408-1.html?pg=1>>. Acesso em: 21 jun. 2012.

SOUZA, E. A. **Uma visão geral dos derivativos de crédito e sua aplicação na administração de carteiras expostas a risco de crédito**. 2006. 68p. Dissertação (Mestrado profissionalizante em economia)- Faculdade de Economia e Finanças, IBMEC, Rio de Janeiro, 2006. Disponível em:< <http://www.ibmecrj.br/sub/RJ/files/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Eduardo%20Abrah%C3%A3o%20de%20Souza.pdf>>. Acesso em: 23 maio 2012.

SOUZA, S. G. de. Inovação e desenvolvimento de mercados futuros. **Caderno de pesquisas em administração**. São Paulo, v.1, n.3, 1996. Disponível em:< <http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/c03-art07.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2012.

TEIXEIRA, M. A. **Mercados Futuros: fundamentos e características operacionais**. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1992. 53 p.

TEIXEIRA, R. R. **Aspectos regulatórios pós-crise de 2008**. 2010. 105 p. Dissertação (Mestrado em ciências econômicas)- Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010. Disponível em: <
http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/dissertacoes/2010/Disserta%C3%A7aoRT_Final.pdf>. Acesso em: 12 jun. 2012.

THOMSON REUTERS BRASIL. CME e BM&F anunciam acordo para listagem de contratos. São Paulo, 6 mar. 2012. Disponível em:<
<http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRSPE8250C820120306>>. Acesso em: 11 maio 2012.

TOLEDO FILHO, J. R. **Mercado de Capitais Brasileiro: uma introdução**. São Paulo: Thomson Learning, 2006. 106 p.

TRICHES, D.; BERTOLDI, A. A evolução do sistema de pagamentos brasileiro: uma abordagem comparada com os países selecionados no período 1995-2003. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v.10, n. 2, Maio/ago. 2006. Disponível em:<
http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-98482006000200004&lng=en&nrm=iso&tlng=pt>. Acesso em: 15 maio 2012.

VIAN, A. **Novos instrumentos de financiamento do agronegócio**. São Paulo: FEBRABAN, 2005. 159p.

YIN, R. K. **Estudo de Caso: planejamento e métodos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005. 212p.

ZÄHRES, M. **OTC derivatives market Update on current regulatory initiatives**. Frankfurt: Deutsche Bank Research, 2011. 11p. Disponível em:
<http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_ENPROD/PROD0000000000280806/OTC+derivatives+market%3A+Update+on+current+regulatory+initiatives.PDF>. Acesso em: 21 mar. 2012.

ZANELLA, W.; DIENSTMANN, C.; AGOSTINI, M. R.; FRANCIO, S. Uso da BM&F- Bolsa de mercadorias e futuros por produtores, cerealistas e cooperativas. **Revista de Administração Imed**, Rio Grande do Sul, v.2, n.1, p.64-79, 2012. Disponível em: <
www.seer.imed.edu.br/index.php/raimed/article/download/164/136>. Acesso em: 29 jul. 2012.

ANEXOS

ANEXO A- Contrato futuro de soja com liquidação financeira

Contrato Futuro de Soja com Liquidação Financeira – Especificações –

1. Definições

<u>Contrato:</u>	refere-se ao presente instrumento derivativo, no qual estão estabelecidos termos e regras específicos sob os quais os negócios serão realizados e liquidados.
<u>Dia útil:</u>	dia em que há sessão de negociação na BM&FBOVESPA.
<u>Hedgers:</u>	comitentes, que negociam o contrato, na qualidade de produtores, cooperativas, cerealistas, indústrias, comerciantes, processadores do produto, importadores, exportadores e fornecedores de insumos, máquinas e equipamentos.
<u>Preço de ajuste:</u>	preço de fechamento, expresso em dólares dos Estados Unidos da América, por saca de 60 (sessenta) quilos líquidos de soja, apurado e/ou arbitrado diariamente pela BM&FBOVESPA, a seu critério, para cada um dos vencimentos autorizados, para fins de equalização do preço dos negócios e de apuração do valor de ajustes diários e de liquidação das operações day trade dos comitentes.
<u>PTAX:</u>	taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos, cotação de venda, divulgada pelo Banco Central do Brasil, por intermédio do Sisbacen, transação PTAX800, opção “5”, cotação de fechamento, para liquidação em dois dias, a ser utilizada com, no máximo, sete casas decimais, relativa ao último dia do mês anterior ao da operação.
<u>Taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA:</u>	taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos da América, apurada pela BM&FBOVESPA para liquidação em 1 (um) dia, conforme divulgado em seu endereço eletrônico.

Quaisquer termos que não sejam definidos neste contrato têm os significados atribuídos no Regulamento de operações do Segmento BM&F-Derivativos e no Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e liquidação de operações de Derivativos BM&FBOVESPA: Segmento BM&F.

2. Ativo-objeto de negociação

Soja em grão a granel tipo exportação, com os seguintes limites máximos: 14% (catorze por cento) de umidade; 1% (um por cento) de matérias estranhas e impurezas; 30% (trinta por cento) de quebrados; 8% (oito por cento) de esverdeados; 8% (oito por cento) de avariados (queimados, ardidos, mofados, fermentados, germinados, danificados, imaturos e chochos), dos quais se permite até 6% (seis por cento) de grãos mofados, até 4% (quatro por cento) de grãos ardidos e queimados, sendo que esse último não pode ultrapassar 1% (um por cento); e 18,5% de conteúdo de óleo.

3. Cotação

Dólares dos Estados Unidos da América por saca de 60 (sessenta) quilos líquidos, conforme as especificações definidas no item 2, com duas casas decimais, livres de ICMS (Imposto sobre operações relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação).

4. Variação mínima de apregoação

US\$0,01 (um centavo de dólar) por saca de 60 (sessenta) quilos líquidos.

5. Oscilação máxima diária

A BM&FBOVESPA estabelece a oscilação máxima diária do contrato.

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

A BM&FBOVESPA poderá alterar o limite de oscilação máxima diária de preços de qualquer vencimento a qualquer tempo, mesmo no decurso da sessão de negociação, mediante comunicado ao mercado com 30 (trinta) minutos de antecedência.

6. Unidade de negociação

450 (quatrocentas e cinquenta) sacas de 60 (sessenta) quilos líquidos ou 27 (vinte e sete) toneladas métricas.

7. Meses de vencimento

Março, abril, maio, junho, julho, agosto, setembro e novembro.

8. Número de vencimentos em aberto

Conforme autorização da BM&FBOVESPA.

9. Data de vencimento e último dia de negociação

Segundo dia útil anterior ao mês de vencimento.

10. Dia útil

Para efeito de liquidação financeira e de atendimento a chamadas de margem, a que se referem os itens 11, 12, 13.1 e 18.2, considerar-se-á “dia útil” o dia em que, além de haver sessão de negociação na BM&FBOVESPA, não for feriado bancário na praça de Nova Iorque, Estados Unidos da América.

11. Day trade

São admitidas operações *day trade* (compra e venda, na mesma sessão de negociação, da mesma quantidade de contratos para o mesmo vencimento), que se liquidarão automaticamente, desde que realizadas em nome do mesmo comitente, por meio do mesmo Intermediário e sob a responsabilidade do mesmo Membro de Compensação, ou realizadas pelo mesmo Operador Especial, sob a responsabilidade do mesmo Membro de Compensação. A liquidação financeira dessas operações será realizada no dia útil subsequente ao da negociação, sendo os valores apurados de acordo com o item 12(a), observado, no que couber, o disposto no item 18.

12. Ajuste diário

As posições em aberto, ao final de cada sessão de negociação, serão ajustadas com base no preço de ajuste do dia, com liquidação financeira no dia útil subsequente, observado, no que couber, o disposto no item 18. O ajuste diário das posições em aberto será realizado até a data de vencimento do contrato, de acordo com as seguintes fórmulas:

a) ajuste das posições realizadas no dia

$$AD_t = (PA_t - PO) \times 450 \times n \quad (1)$$

b) ajuste das posições em aberto no dia anterior

$$AD_t = (PA_t - PA_{t-1}) \times 450 \times n \quad (2)$$

onde:

- AD_t = valor do ajuste diário, em dólares dos Estados Unidos da América, referente à data “t”;
 PA_t = preço de ajuste, em dólares dos Estados Unidos da América, na data “t”, para o vencimento respectivo;
 PO = preço da operação, em dólares dos Estados Unidos da América;
 n = número de contratos;
 PA_{t-1} = preço de ajuste do dia útil anterior à data “t”, em dólares dos Estados Unidos da América, para o vencimento respectivo.

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

13. Liquidação no vencimento

As posições que não forem encerradas na sessão de negociação até o último dia de negociação, mediante a realização de operações de natureza (compra ou venda) inversa, serão liquidadas no vencimento por um índice de preços, conforme item abaixo.

13.1 Liquidação por índice de preços

As posições em aberto, após o encerramento da sessão de negociação do último dia de negociação serão liquidadas pela BM&FBOVESPA na data de vencimento, mediante o registro de operação de natureza (compra ou venda) inversa à da posição, na mesma quantidade de contratos, pelo preço calculado de acordo com a seguinte fórmula:

$$PO_i = \frac{\sum_{t=d-2}^d ISOJAPAGUA_t}{3}$$

onde:

PO_i = preço da operação relativa à liquidação por índice de preços, expresso em dólares dos Estados Unidos da América por saca;

$ISOJAPAGUA_t$ = Indicador de Preço da Soja Paranaguá BM&FBOVESPA, para o corredor de exportação de Paranaguá (PR), expresso em dólares dos Estados Unidos da América por saca, apurado por instituição renomada em coleta de preços, definida em Ofício Circular, e divulgado no endereço eletrônico da BM&FBOVESPA;

$d - 2$ = segundo dia útil anterior ao último dia de negociação;

d = data de vencimento do contrato e último dia de negociação.

Os valores relativos à liquidação da posição por índice de preços serão liquidados financeiramente no dia útil subsequente à sessão de negociação do último dia de negociação, observado, no que couber, o disposto no item 18.

14. Operações ex-pit

Serão permitidas operações ex pit até a sessão de negociação do último dia de negociação, desde que

atendidas às condições estabelecidas pela BM&FBOVESPA. Essas operações ex-pit serão divulgadas pela BM&FBOVESPA, mas não serão submetidas à interferência do mercado.

15. Margem de garantia

Será exigida margem de todos os comitentes com posição em aberto, cujo valor será atualizado diariamente pela BM&FBOVESPA, de acordo com os critérios de apuração de margem para contratos futuros.

A conversão dos valores de margem, quando necessária, será realizada observando-se, no que couber, o disposto no item 18.

16. Ativos aceitos como garantia

Aqueles aceitos pela BM&FBOVESPA.

17. Custos operacionais

17.1 Taxas da BM&FBOVESPA

Taxas de emolumentos, de registro e de permanência, apuradas conforme cálculo estabelecido pela BM&FBOVESPA.

17.2 Datas de pagamento

17.2.1 As taxas de emolumentos e de registro são devidas no dia útil seguinte ao do negócio, observado, no que couber, o disposto no item 18.

17.2.2 A taxa de permanência é devida na data determinada pela BM&FBOVESPA.

18. Forma de pagamento e recebimento dos valores relativos à liquidação financeira e à conversão dos valores de margem de garantia e dos custos operacionais

A liquidação financeira das operações *day trade*, dos ajustes diários, no vencimento e dos custos operacionais, bem como a conversão da margem de garantia, será realizada conforme determinado a seguir.

18.1 Comitentes residentes

Em reais, de acordo com os procedimentos estabelecidos pela Câmara de Derivativos da BM&FBOVESPA.

A conversão dos valores financeiros, quando for o caso, será feita pela taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA em relação a uma data específica, conforme a natureza do valor a ser liquidado, a saber:

- a) na liquidação de operações *day trade*: aplica-se a taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA do dia do negócio;
- b) na liquidação de ajuste diário: aplica-se a taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA do dia a que o ajuste se refere;
- c) na liquidação financeira no vencimento: aplica-se a taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA do dia útil anterior ao dia da liquidação financeira.

A conversão dos valores relacionados aos custos operacionais será feita pela PTAX.

Já a conversão dos valores relacionados aos custos operacionais expressos em dólares dos Estados Unidos da América, quando for o caso, será feita pela PTAX.

18.2 Comitentes não residentes

Em dólares dos Estados Unidos da América, na praça de Nova Iorque, Estados Unidos da América, por meio das instituições liquidantes das operações da BM&FBOVESPA no exterior, por ela indicados.

A conversão dos valores financeiros, quando for o caso, será feita pela taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA em relação a uma data específica, conforme a natureza do valor a ser liquidado, a saber:

- a) na conversão da margem de garantia: aplica-se a taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA do dia da operação; ou
- b) na conversão dos valores relacionados aos custos operacionais expressos em reais, aplica-se, quando for o caso, a PTAX.

19. Arbitramento do preço de liquidação por índice de preços

O preço da operação relativa à liquidação por índice de preços, detalhada no item 13.1, poderá ser arbitrado a critério da BM&FBOVESPA.

20. Normas complementares

Fazem parte integrante deste contrato, no que couber, a legislação em vigor, as normas e os procedimentos da BM&FBOVESPA, definidos em seus Estatuto Social, Regulamentos e Manuais, Ofícios Circulares e Comunicados Externos, observadas, adicionalmente, as regras específicas das autoridades governamentais que possam afetar os termos nele contidos.

OFÍCIO CIRCULAR 003/2011-DP, DE14/01/2011

ANEXO B- Questões aplicadas aos agentes do mercado

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”
Departamento de Economia, Sociologia e Administração

O mercado de balcão brasileiro: um estudo sobre as características e a regulamentação

Entrevista com agentes do mercado

Nome: _____

Empresa: _____

e-mail: _____

- 1) A que se deve o uso massivo de contratos de balcão (soja verde, troca insumo produto, CPR de gaveta) no financiamento da agricultura brasileira?
- 2) Os usuários dos contratos de balcão aceitariam bem o registro destes contratos, ou mudanças que objetivassem este fim? E o mercado, como encararia isso?
- 3) Quais seriam os possíveis passos para o registro destes contratos?
- 4) O registro destes contratos em uma câmara de compensação poderia tornar os mesmos tão ou mais caros que, por exemplo, um empréstimo bancário?
- 5) Você acha que estes contratos, se forem registrados, tem condições de serem negociados no mercado secundário?
- 6) Até quanto você acha que o mercado aceitaria pagar pelo registro do contrato em uma *clearing*? (0%, 1%, etc.).