

Universidade Federal do Rio de Janeiro

**O Sistema Financeiro Brasileiro: regulação de
mercados**

Maiara Maciqueira Cosenza

DRE 107314998

Monografia de conclusão de curso escrita
para obtenção do título de graduação em
Administração apresentada à Faculdade de
Administração e Ciências Contábeis, sob a
orientação do Prof. Uriel de Magalhães.

Aprovado por: _____

(Orientador: Uriel de Magalhães, Mestre e Doutor em Economia pela EPGE/FVG, Pós
Doutor em Economia e Finanças pela Universidade de Chicago)

(Leitor: Henrique Westenberger, Mestre em Estatística e Matemática pelo IMPA-
CNPq.)

Rio de Janeiro, 2011

AGRADECIMENTOS

- Ao professor orientador Uriel de Magalhães pelas sugestões e ensinamentos a respeito do tema e de outros relacionados ao sistema financeiro nacional brasileiro que só fizeram amadurecer meu conhecimento sobre o assunto e a execução desta monografia.

- Aos funcionários e professores da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, pelo auxílio na vida acadêmica, conhecimento adquirido e momentos inesquecíveis.

- Aos meus pais, pelo amor, apoio, parceria, compreensão e esforço dispensado para que eu chegasse onde estou e mais

Sumário

AGRADECIMENTOS	2
Resumo.....	5
INTRODUÇÃO	7
1.2 INTERMEDIACÃO FINANCEIRA	10
2. OS MERCADOS: DE CAPITAIS, CAMBIAL, DE CRÉDITO E MONETÁRIOS.....	12
2.1 MERCADO MONETÁRIO.....	12
2.2 MERCADO DE CRÉDITO	13
2.3 MERCADO DE CAPITAIS.....	13
2.4 MERCADO DE CÂMBIO.....	14
3. ESTRUTURA E INSTITUIÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO	15
3.1. ORGÃOS DE REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO	15
3.1.1 AUTORIDADES MONETÁRIAS: CMN.....	15
3.2 ÓRGÃOS EXECUTORES E FISCALIZADORES.....	19
3.2.1 BANCO CENTRAL.....	19
3.2.2 COPOM – Comitê de Política Monetária do Banco Central	22
4. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM	23
4.1 HISTÓRICO	23
4.2 ATRIBUIÇÕES	25
4.3 OS PRINCÍPIOS DA REGULAÇÃO PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO.....	29
5. INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DE FUNÇÃO ESPECIAL	33
5.1 Banco do Brasil.....	33
5.2 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).....	35
5.3 Caixa Econômica Federal	39
6. INTERMEDIÁRIOS E AUXILIARES FINANCEIROS	40
6.1 ADMINISTRADORAS DE MERCADOS ORGANIZADOS.....	40
6.1.1 BOVESPA.....	40
6.1.2 Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e a regulação do mercado.....	42
7. GOVERNANÇA CORPORATIVA	45
7.1 DEFINIÇÕES E INSTRUMENTOS	45
8. NÍVEIS DE GOVERNANÇA	49
8.1 Nível 1	50
8.2 Nível 2	50
8.3 Novo Mercado	51
8.4 IGC – Índice de Governança Corporativa	52
9. FUNDOS DE RISCO.....	53
9.1 REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE RISCO – FIPs – Private Equity.....	55
10. CONCLUSÃO	58

10. REFERÊNCIAS	60
10.1 BIBLIOGRÁFICAS	60
10.2 MATERIAL DE APOIO	60

Resumo

Esta monografia se propõe a expor o funcionamento, características, atributos e funções do Sistema Financeiro Nacional, especialmente no que se refere à regulação e controle das atividades de mercado financeiro e nas tendências futuras desta atividade. Busca-se também a análise da importância destas instituições como mediadoras e reguladoras da atividade econômica brasileira, atualmente em franca expansão, e, por isso, exigindo o aprimoramento e a sofisticação do Sistema Financeiro do país, a fim de conservar e criar regras que suscitem a atividade econômica o financiamento de longo prazo de empresas e ofereça proteção e assistência a investidores, instituições e a população.

Apresentam-se os atributos e funções das entidades reguladoras e fiscalizadoras, instituições financeiras, intermediários e auxiliares no sistema financeiro e os mercados nos quais exercem sua influência, mantendo seu pleno funcionamento e buscando aperfeiçoamento contínuo das práticas a fim de se amoldar às necessidades e minúcias do mercado atual.

Além disso, são descritas questões atuais presentes na regulação, como governança corporativa e iniciativas diversas no campo, além de temas como *private equity e venture equity*, os quais ainda não abarcam ferramentas de regulação e prevenção do uso inadequado da informação e proteção aos investidores como outros mecanismos de investimento mencionados, mas já suscita inovações no campo da regulação para abarcar novas formas de investimento que estejam em crescimento no país.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 - RANKING DO SPREAD BANCÁRIO

FIGURA 2 – ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

FIGURA 3 - COMPULSÓRIOS NO MUNDO

FIGURA 4 - BANCOS CAMPEÕES EM CLIENTES

FIGURA 5 - DESEMBOLSOS DO BNDES COMPARADOS A EMISSÕES PRIMÁRIAS DE AÇÕES E DEBÊNTURES

FIGURA 6 - EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS ANUAIS DO BNDES

FIGURA 7 - CAMPOS E FORMAS DE ATUAÇÃO DO BOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADO

FIGURA 8 - EVOLUÇÃO DO IBOVESPA X IGC

FIGURA 9 – RENTABILIDADE DO IGC X IBOVESPA

FIGURA 10 - PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY NO TOTAL DE TRANSAÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO

INTRODUÇÃO

Um sistema financeiro se destina a promover a transferência, de forma ininterrupta, de renda disponível, de poupadores para investidores (PINHEIRO, 2008, p. 28) de forma a obter lucros através da forma de juros. E, ao postergar o consumo, estes poupadores auxiliam no ciclo produtivo do capital, pois o valor depositado junto ao intermediário poderá ser utilizado como capital para fomento de empresas e atividades produtivas. Daí pressupõe-se que o sistema financeiro e o produtivo estão intrinsecamente ligados.

Ao artigo 192 da Constituição Federal de 1988 cabe definir o Sistema Financeiro:

“O Sistema Financeiro Nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram”.

O sistema financeiro Brasileiro teve sua composição iniciada com a chegada da família real ao Brasil, através da criação do Banco do Brasil, por Dom João VI, iniciando numerosos acordos comerciais do país recém-nascido. Este pouco depois teve suas atividades cessadas em vista da transferência de todo o lastro metálico que era necessário para o funcionamento na época e expressivas perdas nas exportações. Posteriormente também foi lançada a primeira caixa econômica, visando o fomento da atividade econômica da nova sociedade. Entretanto, este também não obteve sucesso imediato.

O sistema financeiro atual é regido pela Lei da Reforma Bancária, nº 4595, de 31 de dezembro de 1964, a qual sofreu uma série de alterações ao longo do tempo, mas o conteúdo principal se mantém. Vale mencionar que a Constituição Federal estabelece,

conforme mencionado no artigo acima, que o Sistema Financeiro Nacional deve ser regulamentado por leis complementares, o que até os dias de hoje é passível de regulamentação.

A Lei nº 4595/1964 apresenta a seguinte definição em seu art. 17 para instituições financeiras:

‘Consideram-se instituições financeiras, para efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas e privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valores de propriedade de terceiros.’

O atual sistema financeiro nacional pode ser subdividido em dois grupos: autoridades monetárias e instituições financeiras. As autoridades monetárias respondem pelo funcionamento do sistema, fiscalizando-o e regulando-o de acordo com a lei. As instituições financeiras são as responsáveis pela intermediação entre poupadores e investidores, atuando como figuras de orientação e cumprimento das determinações das autoridades monetárias. Estas podem se munir de operações no sistema monetário, lidar com haveres de utilização imediata, depósitos à vista e papel moeda em poder da população.

Como exemplo de autoridade monetária nacional podemos citar o Conselho Monetário Nacional (CMN). E como instituição componente do sistema monetário podemos mencionar o Banco Central (BACEN).

Além disso, proporciona ao prestador a solvência, fator relevante para a segurança do sistema financeiro. As atividades normativas e de regulamentação procuram regular as relações financeiras e trazer confiabilidade aos mercados, evitando turbulências e crises de confiança, comum num mercado volátil e coeso como o atual. Para isto, faz-se necessária a figura do Estado, na forma de regulador da atividade financeira.

Uma das formas de traduzir esta regulação em política monetária é o controle da taxa de juro e o compulsório, depósito em divisas que deve ser mantido junto à instituição ou com entidade estatal, como forma de controlar a liquidez na economia. Outra ferramenta seria a taxa de redesconto praticada pelo Banco Central no desempenho de sua autoridade como Banco dos Bancos.

Outra forma de regulação e avaliação de risco, imperativo atualmente em vista de crises passadas, como a de 2009 – colapso causado, entre outros, por quedas de confiança em ativos e contaminação dos mercados por ativos tóxicos, derivativos lastreados em hipotecas denominadas subprime - em vista de suas implicações globais nos mercados seria a avaliação do risco sistêmico, pregado pelo atual presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, como forma de evitar alavancagem excessiva e nociva.

Também são criadas formas de proteção do investidor – particularmente no mercado de bolsa e balcão – cujas perspectivas são de aumento da acessibilidade nos próximos anos, por conseguinte, exige-se o aumento na adequação das práticas.

A credibilidade do mercado financeiro está diretamente vinculada à confiabilidade nas práticas de suas instituições – reguladoras e reguladas – e esta advém da eficiência e ética que regem as práticas de seus protagonistas e do regulador dos padrões de conduta, representado, no mercado de bolsa nacional pela Comissão de Valores Mobiliários. Estas práticas estimulam o crescimento da poupança e a injeção destes recursos no mercado de valores mobiliários, o que, por sua vez, fomenta a produção e o financiamento de projetos de empresas das empresas de capital aberto.

O Banco Central, por exemplo, de acordo com a Lei nº 6024 de 13/03/1974, têm poderes para liquidar extrajudicialmente (o equivalente à falência no que tange instituições não-financeiras) e intervir nas instituições financeiras que tenham infringido a legislação específica ou tenha colocado em risco o sistema financeiro ou seus credores através de práticas perniciosas, irregularidades e atos ilegais.

A promoção da Governança Corporativa e práticas de transparência na transmissão de informações e fatos relevantes para o mercado – prática incentivada pela BMF&BOVESPA – também amplia o quadro de práticas visando um maior alcance do mercado a seus participantes e a defesa do minoritário, investidor pessoa física com poder econômico reduzido, e, portanto, com menor poder de imposição ou defesa.

1.2 INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA

A intermediação é a prática corriqueira que permite o funcionamento do sistema financeiro, e esta se baseia na união de agentes superavitários – ou doadores, poupadores – os quais possuem disponibilidade de recursos financeiros a fim de garantir para si rentabilidade. Do mesmo modo que há o entre representativo dos agentes deficitários – ou tomadores – os quais buscam recursos para atividades de financiamento de projetos produtivos, corporativos, funcionais, etc. Ambos agentes podem ser pessoas físicas, jurídicas, indivíduos, empresas ou governos. Já os intermediários financeiros se dedicam a unir ambos – doadores e tomadores – de forma a suprir a necessidade de capital e financiamento de um, e de estabilidade e rentabilidade de outro.

Os recursos aportados pelos doadores ou poupadores serão ou não remunerados, de acordo com a forma na qual o capital se encontra na instituição financeira, ou seja, se este estiver enquadrado como depósito em conta corrente, este não será remunerado. Do contrário, se estiver depositado numa caderneta de poupança ou em um CDB, por exemplo, este gerará remuneração para o poupador.

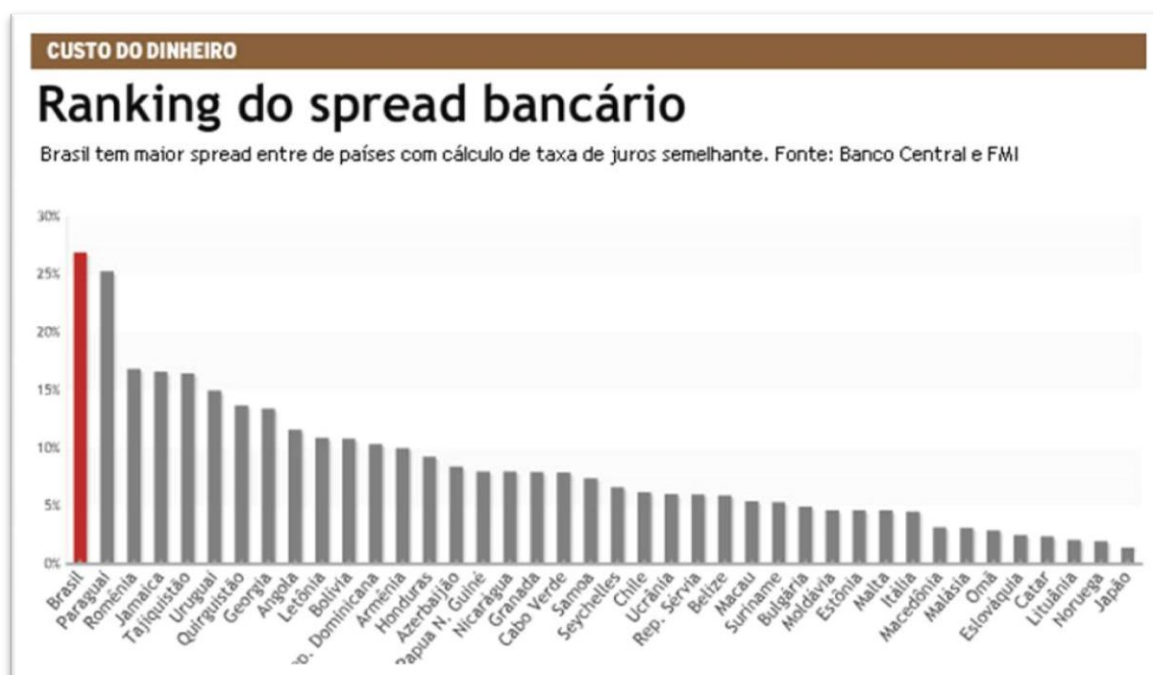
Refletindo através da perspectiva da instituição, a captação – ou seja, coleta dos recursos depositados por indivíduos ou instituições poupadoras – é o que permite a disponibilização de recursos para tomadores, a desta forma, as instituições financeiras realizam o chamado *funding* de operações de crédito. Este pode ser oferecido na forma de empréstimo, o qual não tem destinação pré-estabelecida, ou financiamento, o qual sempre se materializa na aquisição de bens ou serviços, e nestas são cobrados o principal e, naturalmente, os juros da operação de crédito (NEWLANDS, Carlos A., 2010).

A credibilidade do sistema financeiro se origina da confiabilidade, tendo em vista que a inadimplência no pagamento, no caso dos agentes deficitários tomadores sempre existirá, mas esta só representa ameaça quando causa uma crise de confiabilidade na instituição e saques múltiplos de poupadores. Em crises nas quais o sintoma predominante seja este, governos agem estabelecendo imediato feriado bancário ou limitações para saques.

A confiabilidade e a segurança são os objetivos iniciais da regulação do sistema financeiro, pensamento já sólido mundialmente e celebrado em convenções como o Acordo de Basileia por mais de 100 autoridades financeiras mundiais, na Suíça, sede do Banco de Compensações Internacionais, o considerado ‘Banco Central dos Bancos Centrais’, a fim de estabelecer parâmetros para a alavancagem para as instituições emprestadoras, de forma a mitigar o risco de crédito.

Disso pode-se inferir que o lucro das instituições realizadoras de intermediação financeira advém, em grande parte, da diferença entre a taxa cobrada em operações de crédito e a remuneração oferecida aos poupadores na captação. Este é denominado *spread* bancário, a qual é aplicada no Brasil como uma das maiores do mundo.

FIGURA 1



Fonte: O Estado de S. Paulo, Marcelo Rehder.

2. OS MERCADOS: DE CAPITAIS, CAMBIAL, DE CRÉDITO E MONETÁRIOS

A designação mercado se origina do termo ‘praça’, localidades medievais onde todos se reuniam e passavam, no qual se realizavam transações comerciais e havia a difusão de notícias e acontecimentos. Nas praças as pessoas se reuniam para saber das novidades, jogarem e realizarem trocas e comércio de mercadorias.

2.1 MERCADO MONETÁRIO

É o mercado que decreta o suprimento de papel moeda e moeda escritural, oferecendo liquidez ao sistema. Este mercado é regulado diretamente pelo Banco Central, autoridade monetária suprema, estabelecendo o nível desejado de estoque monetário e injetando ou retirando recursos com auxílio de intermediários.

As operações deste mercado são de curtíssimo prazo, o chamado interbancário, com lastro em CDIs e são Operações de Mercado Aberto, também se enquadram como ferramenta de política monetária, o qual teve início na década de 70 através da emissão de LTNs de curto prazo (letras do tesouro nacional). Outros instrumentos conhecidos e utilizados, inclusive para fins de submissão ao regime de Metas de Inflação estabelecido pelo governo são o depósito compulsório e o redesconto.

O depósito compulsório, por exemplo, é o saldo em depósitos à vista ou sob aviso que bancos comerciais e bancos múltiplos com carteira comercial devem recolher ao Banco Central, e desta forma este restringe ou amplia a expansão dos meios de pagamento, já que o aumento das reservas compulsórias tem como consequência a diminuição do saldo disponível para os bancos oferecerem como crédito a terceiros, o que pode ser caracterizado como um cenário restritivo. Contrariamente, a redução das reservas compulsórias aumenta o disponível que as instituições irão sujeitar o empréstimo, ampliando recursos para financiamento de setores da economia, característica de um cenário predominantemente expansionista.

2.2 MERCADO DE CRÉDITO

Este compreende operações de curto, médio ou longo prazo e tem como seu cerne o financiamento de pessoas físicas ou o capital fixo ou de giro de empresas, no qual as instituições financeiras concessionárias de crédito financiam tomadores através de parâmetros pré-estabelecidos. De acordo com Carlos Arthur Newlands Jr, estes são:

- Valor da operação: valor em moeda ou percentual do bem a ser financiado;
- Destino do uso: Crédito industrial, rural, imobiliário, capital de giro, pessoal, direto ao consumidor;
- Custo do crédito: Custo de captação dos recursos adicionado aos impostos, taxas mais o *spread*;
- Prazo: Data de vencimento;
- Garantias: Reais, fidejussórias ou acessórias;
- Forma de liquidação: De uma só vez ou pagamento parcelado.

2.3 MERCADO DE CAPITAIS

O Mercado de Capitais se propõe a facilitar a capitalização de empresas do gênero sociedades anônimas a fim de que estas possam realizar seus projetos, investimentos, pagamentos através da distribuição de títulos de emissão destas, os quais são adquiridos por terceiros na esperança de uma rentabilidade futura com base em riscos – de mercado, de crédito, sistêmico, etc. As instituições autorizadas que fomentam tal mercado são as sociedades corretoras, bolsa de valores, entre outros.

Os títulos representativos de empresa - figurativamente, uma ‘parcela’ diminuta da empresa – são as ações, são cotas de participação (ou não, dependendo da espécie) na empresa. O título representativo de empréstimo tomado pela empresa seriam as debêntures e *commercial papers*.

Neste mercado há dois segmentos:

- Mercado Primário: Neste, há a emissão de ações e outros títulos pela primeira vez, permitindo o financiamento da empresa através da distribuição e negociação de títulos que se transformam nos recursos para o desenvolvimento das atividades da empresa, por meio de ofertas públicas iniciais. Participação neste pode ser realizada através de bancos, corretoras ou distribuidoras de valores imobiliários.
- Mercado Secundário: Neste há a negociação dos títulos adquiridos no mercado primário, e, conseqüentemente, a transferência de titularidade dos papéis a partir de ordens de compra ou de venda. As operações neste também podem ser realizadas por intermédio de uma sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários.

O mercado de capitais e o centro de negociação de valores mobiliários no Brasil é representado pela BM&F Bovespa, a qual será abordado posteriormente, já que esta se trata de uma Instituição Auxiliar ao funcionamento do Sistema Financeiro Nacional.

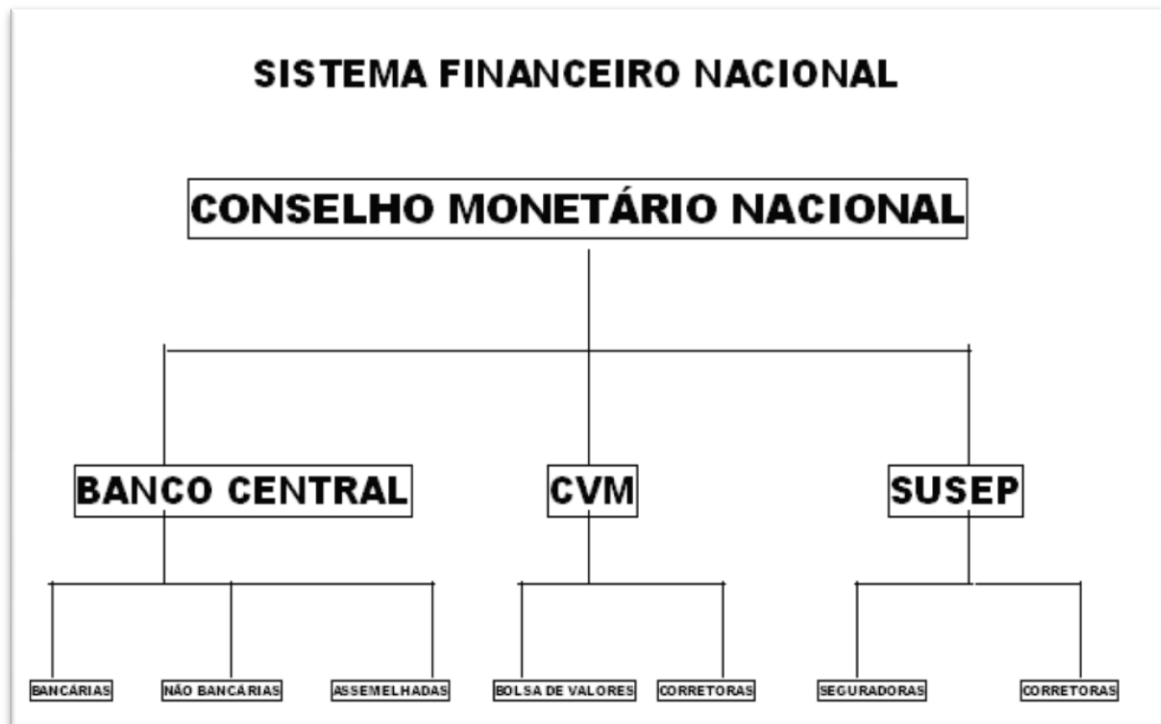
2.4 MERCADO DE CÂMBIO

Este mercado tem como propósito a conversão de capital em moeda estrangeira em moeda nacional, ou vice-versa, o que pode ser realizado através do sistema bancário por meio de corretoras, distribuidoras e casas de câmbio. A liquidez é determinante neste mercado, pois nem todas as moedas estrangeiras são facilmente conversíveis.

Os principais locais de operações neste mercado, globalmente, são: Nova York, Londres, Zurique, Paris, Tóquio, Hong Kong, Sydney e Chicago.

3. ESTRUTURA E INSTITUIÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO

FIGURA 2



Fonte: Revista Jus Navigandi (www.jus.uol.com.br)

3.1. ORGÃOS DE REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO

3.1.1 AUTORIDADES MONETÁRIAS: CMN

O CMN é a mais alta instância normativa do Sistema Financeiro, sendo responsável pela fixação de diretrizes relativas à política econômica, creditícia e cambial, equiparando-se a um conselho de política econômica. Foi definido pela 1ª Medida Provisória nº 542, de julho de 1994, aprovada como Lei nº9069/1994, a qual criou o Plano Real. Suas normas são irradiadas para todos os órgãos hierarquicamente inferiores tais como a CVM e o Banco Central.

Foi estabelecido pelo art. 8º da Lei 6069/95 que o CMN fosse composto pelo Ministro da Fazenda, na condição de Presidente, pelo Ministro-chefe da Secretaria de Planejamento, hoje, Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão. Seu terceiro membro seria o Presidente do Banco Central, o qual a partir de 2006 passou a ter a denominação de Ministro de Estado. Suas regras estabelecidas são executadas pelo BACEN e pela CVM.

Nos casos de urgência o Ministro da Fazenda tem plenos poderes para deliberar se os outros membros, e o Presidente irá acatar suas decisões. O Conselho se reúne ordinariamente uma vez por mês e extraordinariamente nas ocasiões que for convocado pela Presidência. Além disso, podem ser convocados Ministros e representantes de entidades para as reuniões, mas estes não terão direito a voto. Há uma série de comissões consultivas atreladas ao CMN que contribuem na sua política, estabelecimento de normas, otimização das atribuições, etc. Dentre estas estão:

- Comissão Técnica de Moeda e do Crédito;
 - Normas e Organização do Sistema Financeiro;
 - Mercado de Valores Mobiliários e Futuros;
 - Crédito Rural;
 - Crédito Industrial;
 - Crédito Habitacional e para Saneamento e Infraestrutura Urbana;
 - Endividamento Público;
 - Política Monetária e Cambial.
- Como entidade superior do Sistema Financeiro Nacional, Carlos Arthur Newlands Jr e o Art. 3º da Lei 4595/64 definem suas atribuições:

1. Na qualidade de conselho de política econômica:

- Adaptar o volume dos meios de pagamentos às reais necessidades da economia, de forma a combater a inflação histórica sem provocar deflação.
- Regular os volumes interno e externo da moeda. Por volume interno infere-se como a volatilidade do valor da moeda. E por valor externo, infere-se a política cambial adotada.

- Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, de forma que o superávit primário possibilite os pagamentos das dívidas com juros expressas no superávit nominal.
 - Autorizar emissões de moeda;
 - Aprovar os orçamentos monetários confeccionados pelo BACEN, contendo as faixas de variação dos meios de pagamento demais agregados monetários e uma análise da economia prevista para o trimestre, de forma a balizar o orçamento e a programação monetária esperada;
 - Fixar diretrizes e normas de política cambial;
 - Outorgar ao Banco Central o monopólio das operações de câmbio no caso de grande desequilíbrio ou crise ou na iminência desta;
2. Na qualidade de órgão normativo:
- Regular a constituição e o funcionamento das instituições financeiras que operam no país;
 - Aperfeiçoar as instituições e os instrumentos financeiros
 - Zelar pela liquidez e solvência destas, permitindo maior segurança e confiabilidade ao funcionamento do Sistema;
 - Determinar o compulsório para as instituições financeiras, de forma a reduzir ou aumentar o efeito multiplicador da moeda escritural na economia, baseando em um cenário de tendências deflacionárias ou inflacionárias. A porcentagem deste será definida pelo CMN e obedecida pelos Bancos Comerciais e Bancos Múltiplos com Carteira Comercial.

Além destas, o CMN também tem poder para regular o Mercado de Capitais, segundo a Lei 4728/65, tendo como objetivo a proteção dos investidores de emissões ilegais e facilitar o acesso a informações sobre o mercado e seus títulos e valores mobiliários. O CMN, além disso, desenvolve uma série de atividade expostas com transparência no portal da Fazenda Governamental pela Assessoria de Comunicação do Órgão. Lá, podem-se obter informações sobre liberação de linhas de crédito para setores estratégicos no momento, rolagem de dívidas e suas justificativas, análises sobre a

conjuntura econômica e financeira, agrícola, entre outros. A maioria destes vem acompanhada de explicações sobre os temas versados nessas reuniões e análises, grande parte narrados ou com a participação majoritária do Ministro da Fazenda.

O órgão tem atribuições compatíveis com seu papel central no sistema financeiro, sendo responsável pela regulação do mercado de capitais, tendo como representante executor desta fiscalização a CVM. Adicionalmente, define políticas e diretrizes em relação ao crédito e suas conseqüências no volume dos meios de pagamento na economia, tem também palavra sobre a política fiscal e orçamentária, política de gastos e controle de despesas e dívida pública, o qual é pautado no resultado primário, já que o saldo positivo é usado no pagamento dos juros da dívida pública, possibilitando ao estado uma redução da necessidade de refinanciar-se e diminuir suas obrigações no curto prazo.

Já a outorga ao Banco Central do monopólio das operações cambiais somente ocorreria no caso de uma grave crise, a qual pressupõe o fim da liberdade cambial, possibilidade que somente seria viável em situações extremamente atípicas nas quais o valor da moeda deveria ser estático, o que também enrijeceria demasiadamente a política monetária do país.

FIGURA 3



Fonte: Febraban

3.2 ÓRGÃOS EXECUTORES E FISCALIZADORES

3.2.1 BANCO CENTRAL

As atividades dos Bancos Centrais se iniciaram na Inglaterra, como instituições privadas responsáveis pelo depósito de recursos e emissão de moeda, e, mais tarde, adquiriu a atribuição de compensação monetárias, foi estatizado e sua importância para o sistema financeiro na manutenção da confiabilidade foi reconhecida, e este, passou a evitar reações em cadeia em situações cíclicas de crises econômicas e financeiras, de forma a preveni-las e supervisionar o sistema.

Criado a partir da Lei 4595/64, este é um órgão executivo que se propõe a cumprir as normas estabelecidas pelo CMN e pela legislação em vigor. Trata-se de uma autarquia cuja competência de autoridade monetária foi recebida do Tesouro Nacional (antigo órgão emissor de papel moeda), da Superintendência de Moeda e Crédito (SUMOC) (antiga autoridade monetária) e do Banco do Brasil (desempenhava o papel de banco do governo, recebendo os compulsórios, etc.).

Dividiu suas atribuições com o Banco do Brasil até a Constituição de 88, em vista de forças particulares e governamentais que pretendiam prosseguir controlando a emissão de papel moeda no Brasil, e se opunham fortemente a um Banco Central independente e cujo funcionamento se daria a partir de técnicas da seara econômica e financeira e não de forças políticas, tendo em vista que o Banco do Brasil embaralhava as funções diversas de política monetária, criando conflitos de interesses. Este desempenhava funções de Banco Central, Banco de Fomento, agente do Tesouro Nacional e Banco Comercial.

Um dos maiores avanços para a criação do Banco Central foi a criação da SUMOC, a partir do Decreto nº 7293, projeto liderado pelos economistas Eugenio Gudin e Octavio de Bulhões. Esta foi criada como tentativa de transferir atribuições do Banco do Brasil, como a carteira de redesconto, de mobilização bancárias e a caixa de reservas bancárias, que ficavam junto ao Banco do Brasil.

"Do ponto de vista financeiro, a Sumoc virou uma espécie de apêndice do Branco do Brasil. (...) Houve, me parece, uma resistência muito grande do próprio funcionalismo do Banco do Brasil em deixar a Sumoc se desenvolver. (...) a orientação geral, nunca escrita, foi no sentido de que a Sumoc não devia dar o pulo para Banco Central."
(Depoimento – CPDOC – FGV – 1982)

Nos anos 50, a SUMOC se fortaleceu em suas atribuições de Banco Central, na fixação do redesconto, compulsórios, fiscalização de bancos comerciais, responsabilidade pela política cambial e de mercado aberto também. Após muita resistência, com a Reforma Monetária de 1964, veio a criação do Banco Central.

O BACEN é administrado, por imposição do Decreto 91961 de 19/11/1985, por uma diretoria de nove membros designados pelo Presidente da República, todos brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade no que tange os assuntos de natureza econômico-financeira, sendo demissíveis *ad-nutum*.

Hoje em dia a composição da Diretoria Colegiada do BACEN é de sete diretores e um presidente, tendo em vista que a Diretoria de Estudos Especiais foi extinta pelo Voto BCB nº 140/2007, de 23/05/2007. As competências privativas (delegáveis) do Banco Central são:

- Emissão de papel moeda e moeda metálica, tendo em vista que impressão deste é realizado pela Casa da Moeda;
- Disponibilização de papel moeda e moeda metálica para instituições financeiras;
- Recebimento dos compulsórios advindos de bancos comerciais e depósitos voluntários de instituições financeiras;
- Realização de operações de redesconto, de forma a auxiliar na liquidez das instituições financeiras e do sistema como um todo;
- Realizar operações ágeis de política monetárias, tais como venda e compra de títulos públicos, diminuindo ou aumentando o volume e recursos no mercado conforme necessidade;
- Emitir títulos de responsabilidade própria, em vista da Lei de Responsabilidade Fiscal nº 101 de 04/05/2000, o Banco Central não tem mais poder para realizar

emissão de títulos públicos, pois este não pode financiar o déficit público, e sim, trabalhar para manter a estabilidade do nível de preços e do sistema financeiro;

- Autorizar, normatizar, fiscalizar e intervir em instituições financeiras;
- Controlar o crédito e sua oferta;
- Criar condições para o exercício de cargos de direção em instituições financeiras;
- Administrar o fluxo de capital estrangeiro, de forma a manter o pleno funcionamento do mercado cambial;
- Ser depositários de reservas de ouro, moeda estrangeira e direitos especiais de saque (realizando com esta última as operações previstas no convênio constitutivo do Fundo Monetário Nacional).

A partir do descrito acima, podemos inferir que no cumprimento de suas atribuições o Banco Central desempenha funções de Banco dos Bancos, Gestor do SFN, Executor de política monetária, Banco Emissor e Agente Financeiro do Governo, já que este também gestor da dívida pública e guardião da moeda nacional.

Hoje em dia, discussões sobre a autonomia do Banco Central são intensas, muitos alegam que menor presença política e exemplos das taxas de juros decrescentes em países que adotaram a autonomia do Banco Central são argumentos a favor para esta condição. Outros são que a menor influência política no estabelecimento da política monetária seria benéfica no estabelecimento das regras e normas, com maior teor técnico e balizado somente em análises técnicas econômico-financeiras e menor presença de vieses e influências externas. Além disso, muitos defendem que influência política diminuiria consideravelmente a emissão de moeda para o financiamento da dívida pública e a produção de inflação. Esta discussão ganhou espaço no Congresso Nacional recentemente, em 2003.

O BACEN é um instrumento fundamental na aplicação de políticas governamentais, permitindo que o Estado interfira diretamente na economia e indiretamente no mercado, através de suas ferramentas de controle e regulação.

3.2.2 COPOM – Comitê de Política Monetária do Banco Central

Seus objetivos são estabelecer as diretrizes da política monetária, definir a meta de taxa Selic e seu viés e analisar o Relatório de Inflação. O comitê foi criado em 20 de junho de 1996, possui uma periodicidade que já sofreu diversas alterações ao longo dos anos, mas atualmente, ocorre a cada 45 dias. É composto pelo Presidente do BACEN, o qual possui voto de qualidade, e pelos Diretores de Política Monetária, Política Econômica, Estudos Especiais, Assuntos Internacionais, Normas e Organização do Sistema Financeiro, Fiscalização, Liquidação e Desestização, e Administração.

No primeiro dos dois dias de reunião, possuem autorização para participar os chefes de diversos segmentos do Banco Central, tais como o Departamento Econômico (Depec), o Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin), o Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban), o Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab), o Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep), além do gerente-executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin). Estes apresentam uma análise da conjuntura econômica, inflação, finanças, agricultura, expectativas e tendências, mercado monetário, mercado aberto e etc. No segundo dia são analisadas as projeções para a inflação e discutidas alternativas para a Selic e a política monetária adotada. As propostas são votadas e o consenso é o ideal. Neste dia participam os membros do Comitê, o Diretor do Depep, os Diretores de Política Monetária e Econômica, sem direito a voto.

O Decreto nº 3088 de 21 de junho de 1999 estabeleceu o sistema de metas para a inflação, de forma a manter a estabilidade alcançada com dificuldade ao longo de vários planos econômicos e moedas, e tal meta veio como sustentáculo da política monetária. Caso o viés estabelecido na reunião seja o de alta, o Presidente do Banco Central terá poder para aumentar a taxa antes da próxima reunião, e no caso de viés de baixa, estará autorizado a reduzi-la. Caso estabelecido vês neutro ou nenhum viés, a taxa estabelecida irá vigorar sem alterações.

Caso a meta não seja cumprida, caberá ao presidente do Banco Central divulgar carta aberta ao ministro da Fazenda, mencionando nestas os motivos para o descumprimento, e providências e prazos para o retorno das taxas de inflação aos limites estabelecidos.

A taxa de juros estabelecida durante reunião do Copom é a meta para a Selic, que se trata da taxa média dos financiamentos diários com lastro em títulos federais no Sistema Especial de Liquidação e Custódia, vigorando durante período entre reuniões. Esta taxa estabelecida no período pautará o oferecimento de crédito (no caso de alta, isso é refletido em cheque especial, empréstimos, investimentos indexados à selic, cartões de crédito e financiamentos diversos), a entrada e saída de capital especulativo estrangeiro no país e conseqüentemente a oscilação no câmbio, e também influirá diretamente nos preços.

O COPOM e suas atribuições foram baseadas no FOMC americano – *Federal Open Market Comitee* – que centraliza as decisões e política monetária e visa trazer transparência ao processo decisório

4. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM

4.1 HISTÓRICO

A CVM é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda. Esta foi criada pela Lei 6385 e 07/12/1976 com personalidade jurídica e patrimônio próprios para disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários – títulos emitidos com finalidade de captação de recursos voltados para o financiamento de projetos de empresas de mercado aberto, o que gera um ciclo produtivo saudável de crescimento da atividade econômica, criação de empregos, produto interno, influxo de capital no país, entre outros. O epicentro de sua atuação encontra-se na instituição do *disclosure* – o total fornecimento de informação para o mercado, de forma que eventuais divergências advenham das diferentes interpretações e não de esforços de investidores para a obtenção de informação relevante. Também

persegue seus objetivos utilizando as instituições da autorregulação, da indução ao bom comportamento e autodisciplina.

A CVM tem sua sede no Rio de Janeiro, e é gerida por um presidente e quatro diretores nomeados pelo Presidente da República, depois de serem aprovados em sabatina no Senado Federal. Os cinco passam a constituir o Colegiado da CVM, o qual tem autoridade para definir as políticas e estabelecer práticas a serem implantadas e desenvolvidas por seus superintendentes, os quais compõem a instância executiva da CVM, segundo Carlos Newlands Jr. Os integrantes terão mandato de cinco anos, e um quinto dos membros do Colegiado deve ser renovado a cada ano, e estes somente perderão seus cargos em virtude de renúncia, condenação judicial transitada em julgado ou processo administrativo disciplinar.

Os títulos classificados como valores mobiliários são (com exceção dos títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal, e ainda, títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, excluindo-se as debêntures):

- Ações;
- Debêntures;
- Cotas de Fundos de Investimento;
- Bônus de Subscrição;
- Notas Comerciais;
- Certificados de depósito de valores mobiliários;
- Índices representativos de carteira de ações;
- Direitos de subscrição;
- Recibos de subscrição;
- Quotas de fundos imobiliários;
- Certificados de investimento audiovisual;
- Contratos de investimento coletivo;
- Certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica;
- *Depositary receipts* (representativos de ações de companhias brasileiras no exterior);
- Certificado de recebíveis imobiliários (CRI);

- Contratos futuros, de opções e outros derivativos cujos ativos referentes sejam ou não valores mobiliários.

4.2 ATRIBUIÇÕES

A partir da lei que a criou, pode-se inferir que a CVM, para fortalecer e fomentar o mercado brasileiro tem como responsabilidades:

- Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas;
- Estimular a formação da poupança e sua aplicação em valores mobiliários, e assim, a educação financeira da população;
- Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão;
- Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários e atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou administradores de carteira.
- Coibir fraudes ou manipulação que intenciona criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- Facilitar e manter acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido, de forma a garantir a democratização de fatos relevantes, promover a governança corporativa como prática desejável de mercado, etc;
- Garantir o cumprimento e observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- Assegurar a observância, no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

A lei garante à CVM, como instituição fiscalizadora do mercado, para o total cumprimento de suas atribuições a perfeição o poder normativo (regulação da atuação dos agentes de mercado) e o poder punitivo, o qual autoriza o emprego de penalidade àqueles que descumprirem normas implantadas ou perpetrar atos fraudulentos no

mercado, lesando os participantes e seu funcionamento, mediante ampla defesa certificada. Concluído o inquérito, o acusado, munido de documentação e provas de defesa apresentadas, será julgado pelo Colegiado da Autarquia. O recurso da decisão tomada caberá ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

O Colegiado da CVM, depois de corroborado o exercício de irregularidade durante inquérito administrativo, pode aplicar advertência, multa, suspensão, inabilitação para o exercício do cargo e suspensão ou cassação da autorização ou do registro, proibição por prazo determinado para prática de atividades e operações para integrantes do sistema de distribuição e também para atuar como investidor direta ou indiretamente. A Lei nº 9457 de 05/05/1997 ampliou as possibilidades de penalidades a serem aplicadas pela CVM, e também cunhou o Termo de Compromisso, o qual possibilita a suspensão do procedimento administrativo, desde que o acusado interrompa a prática do ato e indenize os prejudicados.

Adicionalmente, foi instituída a figura da atenuante na aplicação e penalidades, a qual se aplica quando for constatado arrependimento eficaz ou arrependimento posterior, mediante circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar o ato ilícito ou prestar informações relevantes à sua materialidade.

Além disso, há a obrigatoriedade da CVM de denunciar ao Ministério Público quando verificada a ocorrência de ilícito penal durante o processo que investiga a irregularidade. O mesmo é válido para a denúncia à Secretaria de Receita Federal quando a ocorrência de ilícito fiscal. A CVM também tem o direito assegurado por lei e participar em processos judiciais que envolvam nestes matéria de interesse do mercado de valores mobiliários. A Autarquia será sempre intimada a, quando houver interesse, em manifestar-se durante o processo, juntando parecer ou no oferecimento de esclarecimentos quando estes o couberem, prestando o papel de *amicus curiae*.

À CVM compete a fiscalização da emissão, registro e distribuição e negociação de títulos emitidos por empresas, de forma que o risco aos quais seus investidores estarão sujeitos derive somente da desvalorização dos ativos em vista de seu valor percebido com base nas informações divulgadas pelas empresas, balanços e fatos relevantes, não se admitirá que o investidor esteja refém de riscos ou venha a ter perdas em vista de fraudes e manipulações de mercado de bolsa ou balcão, funcionamento dos mercados ou manipulação de preços ou *insider trading*. Para isso, pode inclusive, determinar suspensão da negociação de papéis, baseado em divulgação de informações,

conclusões de grandes negócios envolvendo fusões e aquisições, agindo preventivamente para evitar o uso de informação privilegiada.

Pode também impor recesso no Mercado, caso em que este se encontraria em meio à grande crise, sendo considerada uma medida drástica. O recesso é muito confundido com o *circuit breaker*, instrumento de interrupção de pregão da própria Bovespa, no caso de quedas substanciais. É usado quando o índice representativo passa a acumular queda de 10%, evitando pânico geral no mercado.

A CVM também fiscaliza as atividades das bolsas e das câmaras de liquidação e compensação, definindo quais serão as custodiantes (guarda, registro e titularidade) de valores mobiliários. A CVM realiza uma fiscalização *online*, ao longo dos períodos de negociação e outro *offline*, após encerramento dos negócios, durante a noite, de modo a identificar variações e anomalias e suas causas.

Cabe à CVM também disciplinar os seguintes assuntos:

- Registro de companhias abertas;
- Registro e distribuições e valores mobiliários;
- Credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;
- Organização, funcionamento e operações das bolsas de valores e mercados de balcão organizados;
- Negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- Administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- Suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações;
- Suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores.

Cabe à CVM também educar e alertar o investidor de situações que possam colocar a poupança do investidor pessoa física em perigo, logo, sua página oficial também se dedica à descrição e alertas de diversos golpes e fraudes perpetuados no mercado, o que deve ser feito para evitar e denunciar os participantes da irregularidade, tais como esquemas de pirâmide (esquema de Ponzi), venda de ações das chamadas ‘Teles’ por empresas não autorizadas a prestar tais serviços, irregularidades na transmissão de informações sobre mercado FOREX, cujas operações ainda são

reduzidas no Brasil, fato aproveitado por companhias que não detêm registro na CVM, a qual disponibiliza um caderno de alerta em seu site a fim de instruir o investidor e resguardá-lo de tais práticas.

É de grande relevância para a autarquia não somente desempenhar atividade de cunho punitivo e normativo, mas também prover o investidor de informação, fomentar o debate de idéias sobre o funcionamento do mercado, a fim de que, a partir dessas seja possível um aprimoramento contínuo do mercado, inovações, crescimento e eficiência.

As normas baixadas pela CVM são de acesso irrestrito do mercado, a acessibilidade é garantida inclusive no processo de elaboração, e o mercado pode se manifestar também sobre seu conteúdo, para permitir uma confecção das normas sempre em busca de uma maior consonância com a realidade do mercado. Assim sendo, quase todos os processos da seara normativa da CVM são acompanhados de audiência pública, e o rito do processo é colocado à disposição dos interessados para manifestação sobre este. Isso permite que a norma seja baixada através de m melhor nível de compreensão e adesão do mercado.

As normas também se estendem a companhias fechadas que venham realizar emissões irregulares e nem intermediários que venham a praticar irregularidades quanto à emissão ou negociação de valores mobiliários.

É a seguinte a denominação dos atos públicos expedidos pela CVM, de acordo com a Deliberação nº 1 de 23 de fevereiro de 1978, no exercício de suas atribuições regulamentares:

- Instrução: Compreende os atos através dos quais a CVM regulamenta matérias expressamente previstas nas Leis nº 6385/76 e 6404/76;
- Deliberação: Consubstancia todos os atos de competência do Colegiado, nos termos do Regimento Interno;
- Parecer: Se propõe a responder a consultas que vierem a ser formuladas por agentes de mercado e investidores ou componentes integrantes da própria Autarquia, no que tange matéria por ela própria regulada;
- Parecer de Orientação: Solidifica a interpretação e direção da Autarquia sobre matéria que lhe pareça adequada, fornecendo aos agentes de mercado orientação adicional sobre o assunto;
- Nota Explicativa: Visa tornar públicas as razões que levam a CVM a baixar norma ou apresentar proposição ao Conselho Monetário

Nacional e apresentar também explicações sobre a norma e razões pelas quais o Colegiado a aprovou;

- Portaria: Trata de atos que envolvem aspectos da administração interna da Autarquia.
- Ato Declaratório: Documento através do qual a Autarquia credencia ou autoriza o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários, termo que consubstancia a existência de um direito.

4.3 OS PRINCÍPIOS DA REGULAÇÃO PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO

A regulação pode ser resumida em dois grandes grupos principais: regulação prudencial e regulação de condutas.

A regulação prudencial se presta à interferência na gestão dos negócios, de forma a garantir o bom funcionamento e obediência às normas, evitando desvios no exercício da atividade.

A regulação de condutas é aquela na qual o Estado visa impedir ou determinar condutas, e no caso brasileiro, é a de mais vasta adoção. Em ambos os casos, as regulações devem vir acompanhadas de fiscalização e sanção para alcançar eficácia e efetividade, ou seja, haver o alcance de objetivos traçados pelo órgão regulador e impacto nas suas atividades.

A CVM busca cumprir os princípios que regem a regulação de forma a garantir credibilidade ao mercado e ao seu funcionamento eficiente, tal como é esperado no desempenho de suas atividades normativas e punitivas pelos agentes e participantes de mercado. Isso permite a criação de confiabilidade entre a sociedade e o mercado de valores mobiliários e as instituições que o regem.

Suas normas, inicialmente, já balizam o exercício das atividades disciplinadoras e também as atividades de auto-regulação, de forma a permitir que os participantes de mercado a tomem como base de comportamento correto no exercício de

suas atividades no âmbito do mercado de valores mobiliários. A auto-regulação aumenta a eficiência da atividade regulatória, já que não centraliza o poder normativo e a fiscalização do cumprimento destas.

O órgão regulador incorreria em custos excessivamente altos para aumentar a abrangência de sua ação, logo, uma entidade auto-reguladora acumula conhecimentos das normas e de como e atender a estas, agindo com presteza em relação à Autarquia, sabendo avaliar suas práticas em conformidade à regulação, diminuindo necessidade de intervenção do órgão e até mesmo possibilitando a elaboração e aplicação de normas que disciplinem suas práticas e angariem ampla aceitação e maior responsabilidade no cumprimento destas.

As bolsas possuem poder de suspensão de negociação, delegação e estabelecimento de regras de condutas para seus membros, podendo exercer o poder de fiscalização, criando uma atuação mais rápida e eficaz da regulação, maior proximidade com o mercado em vista de entidades auto-reguladoras com profundo conhecimento de possíveis fraudes e a vantagem dos custos da regulação serem de responsabilidade do próprio mercado. A Bolsa vem atuando de forma a ampliar essa atuação, inclusive adotando níveis de governança corporativa de forma a proteger os minoritários e salvaguardar seus direitos e deveres.

Tendo isso em vista, a Bolsa de Valores de São Paulo instituiu o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa em seis de maio de 2000. Este foi inspirado em códigos similares norte-americanos e ingleses. Foram estabelecidos níveis diferentes de Governança Corporativa, os quais foram baseados do *Neuer Markt* alemão.

Porém, no que se refere à auto-regulação, a autarquia mantém poderes residuais que lhe permite evitar distorções como complacência em relação a assuntos de interesse público, tendência à autoproteção dos regulados, leniência na imposição de sanções e atitudes tolerantes, na ânsia de evitar publicidade desfavorável à companhia.

A disponibilidade de informações para o pleno julgamento dos riscos incorridos nos investimentos sem inclinações e tendências parciais de transmissão desta é um dos pilares da regulação exercida pela autarquia. A Autarquia não exige que as empresas respondam até últimas conseqüências por dados e projeções a serem

expedidas com base em seus resultados, mas sim que nestas estejam contidos os critérios adotados na elaboração, para que o investidor ou profissional de mercado possa analisar com profundidade e emitir seu julgamento.

Os administradores de companhias abertas devem revelar ao mercado prontamente informações relevantes sobre a situação da empresa, assim como qualquer deliberação da Assembléia Geral da companhia ou qualquer fato relevante que se qualifique como condição passível de influir na decisão de compra ou venda dos títulos de sua emissão. O órgão estendeu tal prática também para o mercado de balcão, regulamentando o registro de companhia para negociação neste mercado, obrigando as companhias a manter um regime permanente de informações periódicas ao mercado.

Da mesma forma, também ocorreram expedições de normas para a compra de ações emitidas pela própria companhia, para negociação de grandes blocos de ações, enumerando em ambos os casos as informações a serem divulgadas, fixação de padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditoria independente. Tais atos levam consigo a vigilância e prudência com o aperfeiçoamento da transmissão de informações fidedignas ao mercado, admitindo que a reação a notícia pelo mercado seja eficiente e não defasada ou em privilégio de um grupo exclusivo em detrimento de outros menos informados.

Através de sua estrutura técnica, a CVM também busca acompanhar e analisar as informações fornecidas e exigidas das companhias, avaliando sua precisão e fidelidade, e, ocasionalmente, reportando a empresa uma eventual necessidade de correções e republicação. A inobservância da apresentação da informação nos prazos estabelecidos sujeita à empresa à multa cominatória diária. Na ocasião de insistência na falta, haverá instauração de rito de inquérito administrativo que irá apurar a responsabilidade dos administradores quanto à inadimplência na apresentação de documentos, e as penalidades podem ser desde uma simples advertência até a inabilitação para o exercício de atividades no mercado, passando por multas pecuniárias.

A CVM busca, em conformidade com os postulados de economia de mercado, tornar o mercado de valores mobiliários progressivamente mais eficiente, livre, competitivo, informado e confiável, de forma a harmonizar o interesse de seus participantes, fomentando o desenvolvimento deste.

São seis os alicerces da regulação e sua conformidade com as atividades desempenhadas pela Autarquia:

- Interesse público: A transferência de recursos entre agentes deficitários e superavitários é um dos pilares do fomento da atividade econômica e produtiva, pois permite, a partir de uma expectativa de retorno esperado, o investimento em projetos que alavancam o crescimento do país e suas companhias abertas, em consonância com os princípios de livre iniciativa e concorrência. Disso, podemos extrair que, é do interesse público o pleno funcionamento do mercado de valores mobiliários.
- Confiabilidade: O órgão regulador deve atender às demandas e expectativas dos protagonistas do mercado, os quais depositam sua confiança e recursos no sistema composto por riscos diversos (i. e, de mercado, crédito, liquidez, sistêmico, não-sistêmico), logo, a observância das normas e dos fundamentos cria uma base de confiança baseada na solidez das instituições e de sua atuação.
- Eficiência do mercado: O mercado livre se propõe a atuar como mecanismo apto a direcionar a poupança da sociedade para projetos econômicos, e este objetivo deve ser perseguido durante a regulação, pois a intermediação de recursos da forma adequada é o que permitirá a criação dessa transferência de forma favorável, beneficiando empresas e os indivíduos que nelas investem.
- Competitividade: A eficiência do mercado está vinculada ao grau de competição estabelecido entre os participantes e a atenção da regulação à este princípio, coibindo práticas que inibem a competitividade e garantindo que esta se dê de forma sadia, já que a competição ativa minimiza a necessidade de regulação.
- Mercado livre: Um mercado plenamente qualificado para desempenhar seu papel designado pressupõe a liberdade de atuação e acesso à os mecanismos destas. Deve ser respeitado, durante o processo de regulação, a livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao exercício de atividades e às operações que nele se processem.
- Proteção ao investidor: O tratamento equitativo aos participantes de mercado, em especial ao investidor individual pessoa física, por ter menor poder econômico e de organização, carece de proteção, a fim de que sejam

resguardados seus interesses durante sua relação com intermediários e empresas do mercado, para que seus riscos fiquem minimizados aos seus investimentos, não distorcendo o risco inerente aos investimentos em produtos financeiros tais como renda variável, mas garantindo a confiabilidade na relação entre a Autarquia e os investidores. Na intenção de oferecer proteção ao investidor, institucional ou individual, a CVM tem realizado pesquisas para identificar as expectativas do investidor, seu grau de conhecimento em relação ao mercado, porte médio de suas economias e informações que possam subsidiar maior proteção de seus interesses e muni-los de maior educação com base em seu perfil específico, prática nomeada *suitability*.

5. INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DE FUNÇÃO ESPECIAL

5.1 Banco do Brasil

Trata-se de uma sociedade anônima de capital misto. A União detém 68,7% das ações da instituição, as quais são negociadas em mercado aberto. Teve como seu 1º fundador Dom João VI como tentativa de fomentar a expansão econômica e manufatureira do novo país. Promovia as exportações e importações e agia parcialmente como Banco Central, teve grande parte de seu capital voltado para a agricultura. O banco foi fechado e reaberto diversas vezes, o que se deve, em grande parte ao seu uso indevido pelo governo e dificuldades econômicas inerentes à época, câmbio desvalorizado e inflação crescente.

Mais à frente, em 1986 foi revogado seu status como emissor de moeda, tendo em vista que possuía acesso direto à Conta Movimento do Tesouro Nacional, a qual se tornou instrumento para realização de suas operações.

Atualmente, desempenha funções de agente financeiro do Governo Federal e executa a política de crédito definida e supervisionada pelo CMN, através de políticas de preços mínimos para o setor agropecuário de forma a garantir para o produtor nacional a remuneração mínima em ocasiões de excesso de oferta e incerteza de preços. Foi grande promotor da produção brasileira de café e cana no início do século XX.

Além disso, recebe rendas e tributos federais (para crédito junto ao Tesouro Nacional), realiza os pagamentos necessários ao cumprimento do Orçamento da União, financia produtos para exportação, financiando a atividade econômica, promovendo o crescimento do país. É também o principal agente recebedor e pagador no exterior, representando o país.

Fomenta a atividade rural, industrial, comercial e de serviços através da faceta de Banco de Investimento e Desenvolvimento, fornecendo crédito de médio e longo prazo para tais atividades, fomentando economias locais e setores estratégicos de acordo com suas necessidades

Hoje em dia, possui grande preocupação com a Governança Corporativa e divulgação de fatos relevantes aos seus acionistas. Posiciona-se também como instituição com foco socioambiental e iniciativas no ramo estão presentes, inclusive, na avaliação dos desempenhos das margens e seus negócios principais. Atualmente, é a maior instituição financeira da América Latina, faz aquisições de bancos pequenos e médios periodicamente. As mais recentes foram Minha Caixa e Banco Votorantim.

Exerce também a função de Banco Comercial, criando e mantendo contas de pessoas físicas e jurídicas, cadernetas de poupança, fornecimento de empréstimos e financiamento de curto prazo, etc. Possui expressiva carteira de Pessoas Físicas (atualmente cerca de 25% de sua carteira de clientes nacional) e Pessoas Jurídicas.

FIGURA 4

OS CAMPEÕES DE CLIENTES
O ranking de bancos segundo o número de correntistas e cotistas em 2008

ORDEM	BANCO	CONTROLE ACIONÁRIO	CORRENTISTAS ⁽¹⁾
1	Banco do Brasil	Estatal	30 377 996
2	Itaú Unibanco	Brasileiro	21 475 000
3	Bradesco	Brasileiro	20 080 843
4	Caixa	Estatal	15 000 000
5	Santander	Espanhol	8 500 000
6	Nossa Caixa	Estatal	5 343 973
7	HSBC Bank	Inglês	3 108 311
8	Banrisul	Estatal	2 969 941
9	Banestes	Estatal	435 894
10	Citibank	Americano	380 131
11	Mercantil do Brasil	Brasileiro	230 614
12	Safra	Brasileiro	91 033
13	Geração Futuro	Brasileiro	68 800
14	BRDE	Estatal	39 003
15	Alfa	Brasileiro	25 450

(1) Em dezembro de 2008. Fonte: bancos

Fonte: Revista Exame

5.2 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)

Empresa federal vinculada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, é a principal executora da política de investimentos do Governo. Possui patrimônio próprio. Surgiu numa época de aperto monetário em vista da inflação crescente e preocupação dos EUA com a política brasileira de alocação de recursos, substituição de importações, baixo nível de poupança e redução da oferta de crédito. O Banco Mundial não realizaria mais nenhum empréstimo ao Brasil.

A intenção, ao criar-se o BNDE (na época) era mobilizar eficazmente os recursos internos. Seu primeiro *funding* foram recursos advindos do Tesouro Nacional,

na forma de arrecadações adicionais sobre o lucro. O novo banco também teria acesso à 4% dos depósitos das caixas econômicas, 25% das reservas de companhias de seguros e capitalização e 3% da receita dos órgãos de previdência social. Logo, como instituição de fomento coordenadora do Plano de Metas, criou fundos para melhoria da infraestrutura do país, ferrovias, distribuição a eletricidade, pavimentação de rodovias e portos.

Em vista do alto spread bancário num país com alta taxa de juros, permitindo somente empréstimos de curto prazo, a diferença do BNDES atual é a facilidade na obtenção de crédito barato para o incentivo de atividade comercial no médio e longo prazo. Por isso, é hoje em dia um dos principais agentes no desenvolvimento do país.

O valor arbitrado para os juros cobrados pelo BNDES na concessão de empréstimos está bem abaixo do spread bancário, é baseado na Taxa de Juros de Longo prazo, a qual é definida pelo CMN e é o mesmo que o BNDES paga para usar recursos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador, fundo compulsório ao contratador justamente para fins de financiamento do desenvolvimento do país) e está situado em 6% ao ano.

Já atualmente, tem acesso aos recursos do PIS (Programa de Integração Social), PASEP (Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público), FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), dotações orçamentárias da União, recursos provenientes do exterior, recursos próprios vindouros dos retornos de suas concessões.

São objetivos da instituição:

- Fortalecer o setor empresarial;
- Diminuir desequilíbrios regionais;
- Promover o desenvolvimento e fortalecimento das atividades agrícolas, industriais e de serviços;
- Apoio à construção naval com recursos da Marinha Mercante;
- Impulsionar o desenvolvimento econômico e social do país;
- Promover o crescimento e diversificação das exportações;

O Banco pode atuar de forma direta, na concessão de linhas de crédito de médio e longo prazo (o menor prazo é o de cinco anos) , também através de Bancos Comerciais, de Investimento e Sociedades Financeiras, os quais recebe do BNDES uma

comissão para realizarem a intermediação entre o órgão e o público. Uma das subsidiárias do BNDES é o Finame (Agência Especial de Financiamento Industrial), o qual se destina ao financiamento de máquinas e equipamentos para o segmento industrial.

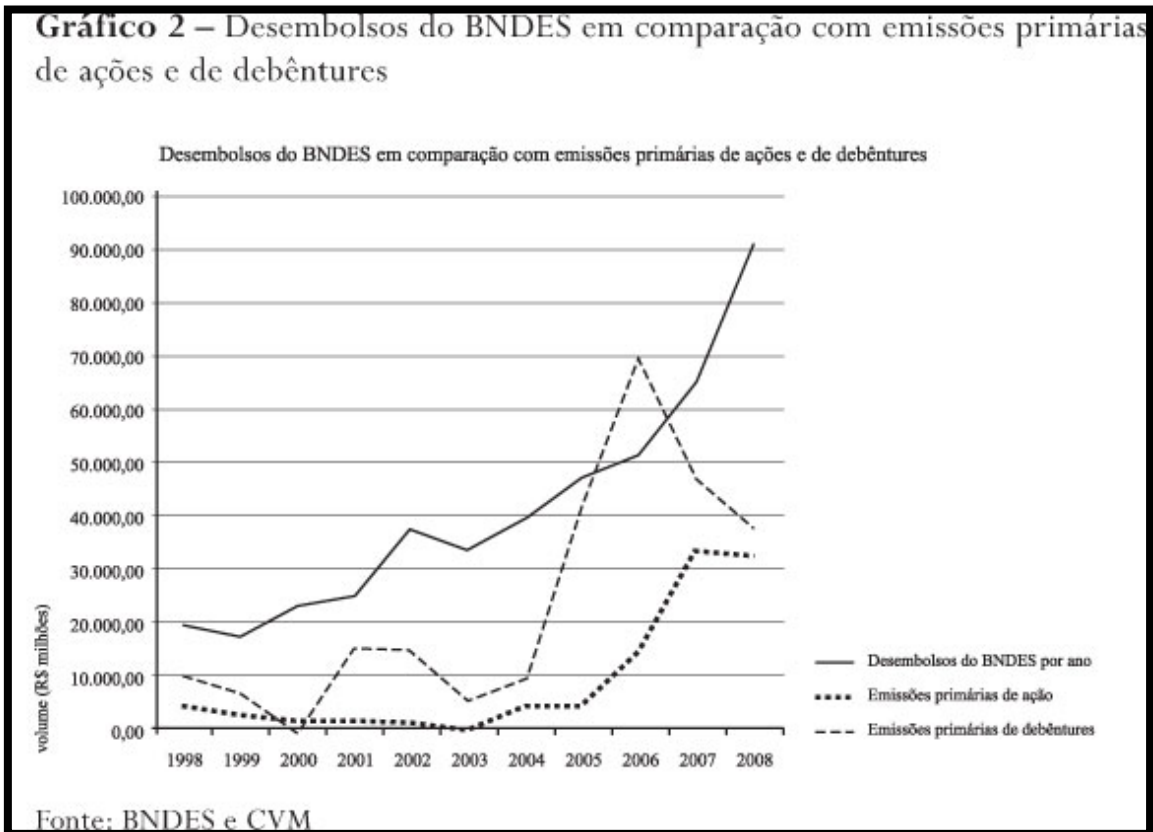
Pode trabalhar indiretamente também, através do BNDESPAR, mais uma subsidiária, cuja finalidade é realizar aquisições acionárias, injetar recursos próprios nos empreendimentos, financiando os investimentos necessários para o incremento de suas atividades, para depois realizar lançamentos desses papéis no mercado para a subscrição por novos acionistas (*underwriting*). Ainda assim, a maior proporção da concessão de crédito realizada pela instituição é derivada da oferta de empréstimos, e não do BNDESPAR.

A carteira de ações do BNDESPAR é a maior do país, ultrapassando os 80 bilhões, e teve participações na realização de ofertas públicas como a da Petrobrás e de 150 outras. Além disso, como forma de capitalizar empresas e permitir seus projetos de expansão, realiza compras de títulos de longo prazo destas. Exemplos recentes são: Vale do Rio Doce e Gerdau. Suas aquisições ganharam grande expansão a partir das privatizações na década de 90, para auxiliar e priorizar setores relevantes para o desempenho do país. O BNDES tem iniciativas também com intuito de desenvolver o mercado de capitais através da subscrição das ações ou debêntures conversíveis em ações da empresa, num percentual máximo de 35%, o 'Programa de Apoio às Sociedades Anônimas', em outubro de 2000. O programa também visa à adoção de parâmetros de Governança Corporativa, e posteriormente foi lançado o Programa de Incentivos às Práticas de Governança Corporativa. As condições para participar do Programa de Apoio às Sociedades Anônimas são diversas, entre as principais:

- Abertura de capital com emissões de ações ordinárias exclusivamente;
- Demonstrações contábeis em conformidade com os padrões contábeis internacionais (IASB ou US GAAP), no segundo ano após OPA;
- A alienação do controle da empresa ou participação de volume considerável só poderá ser realizada se o adquirente realizar proposta de recompra nas mesmas condições para os acionistas minoritários (*tag along*);

- Empresas com um faturamento líquido mínimo de 60 milhões no último exercício atue em segmentos com boas perspectivas, possuam vantagens competitivas e gestão idônea.

FIGURA 5

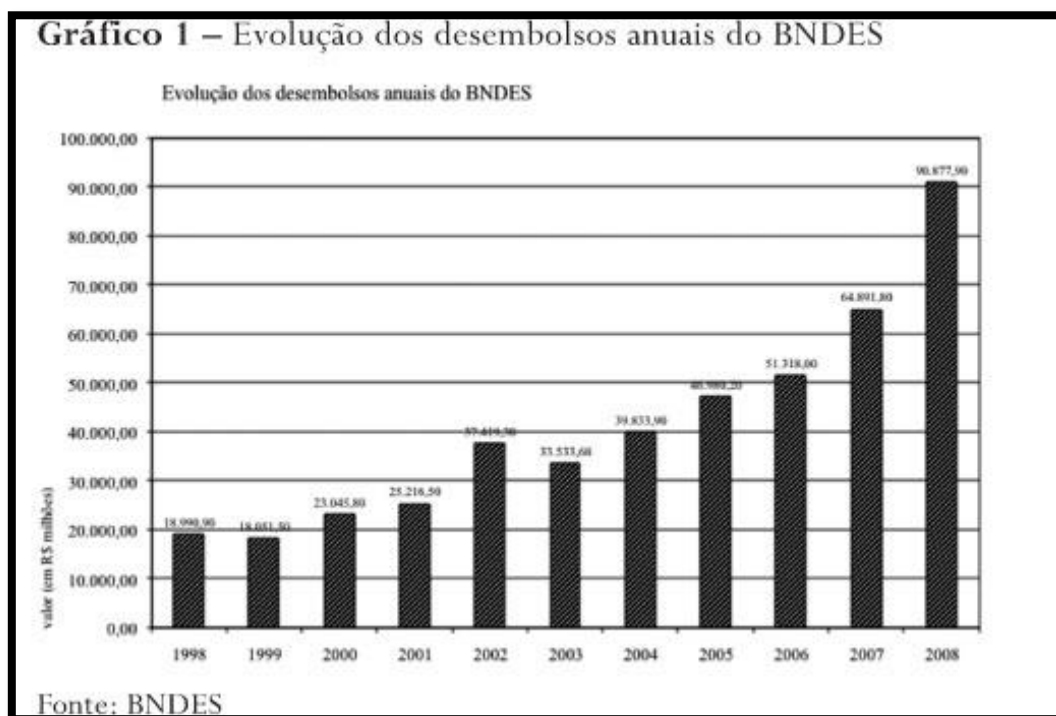


Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Há muitas divergências sobre as concessões e fortalecimento de determinadas empresas através do BNDES, o qual representa cerca de 40% do investimento em produção e infraestrutura.

Muitos argumentam que valores são duvidosos e que há setores estratégicos que não foram alvo de suas benesses na mesma proporção que outros setores. Outros mencionam o atraso do desenvolvimento da oferta de crédito bancária a empresas. Apesar das divergências, a subsidiária apresenta lucros constantes.

FIGURA 6



Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

5.3 Caixa Econômica Federal

As caixas econômicas são instituições autônomas de cunho social e geralmente, utilizam Fundo de Reserva de forma a cumprir diretrizes sociais estabelecidas pelo governo. São instituições financeiras públicas com intento de seguir a política creditícia vigente. A CEF brasileira se sujeita às orientações do CMN.

A caixa econômica brasileira foi criada em 1861 por Dom Pedro II através do Decreto 2723, na intenção de promover a poupança nacional e conceder empréstimos, combatendo práticas perniciosas da época, como a concessão de empréstimos a juros abusivos. Em 1986 incorporou o Banco Nacional da Habitação, tornando-se o principal órgão de incentivo à compra da casa própria e do desenvolvimento urbano, envolvida com iniciativas como a implantação do saneamento básico para todos. Desta forma, passou a ser o principal integrante do SFH – Sistema Financeiro da Habitação.

O principal recurso de manutenção e fomento das políticas do SFH é o FGTS (o qual era administrado pelo BNH e outras instituições, e foi centralizado pela Caixa), cadernetas de poupança e fundos dos agentes financeiros.

Além disso, executa atividades típicas de Bancos Comerciais e Múltiplos, concedendo financiamentos, empréstimos ao público, arrendamento mercantil, etc. Mas seu principal objetivo, desde sua criação, é facilitar o acesso da população à casa própria. Possui também ligação com a sustentabilidade, seja esta social, ambiental ou financeira.

Outros objetivos da instituição:

- Gestão exclusiva das loterias federais;
- Agente operador exclusivo do FGTS;
- Exclusividade nas operações de penhor civil, ou seja, operações de empréstimo garantidas por bens de alta valia (jóias, metais preciosos, etc).

6. INTERMEDIÁRIOS E AUXILIARES FINANCEIROS

6.1 ADMINISTRADORAS DE MERCADOS ORGANIZADOS

6.1.1 BOVESPA

A bolsa brasileira foi fundada em 1890 por Emilio Rangel Pestana, um ‘*trader*’ (negociador de títulos e ações da época) que oferecia, a partir de seu escritório, serviços de negociação. Inspirado pela idéia, resolveu fundar um centro que unisse tais operações, ligando investidores superavitários com o acesso a títulos e valores mobiliários para negociação, especulação e operações de hedge. Foi batizada de Bolsa Livre. O Encilhamento, decorrente da especulação desenfreada, empresas-fantasma, inflação e ações sem lastro causaram o fim da Bolsa Livre um ano depois. Pode-se inferir que a ausência de regulação, fiscalização e normatização contribuíram em muito para o fracasso da primeira bolsa.

De acordo com Carlos Arthur Newlands Jr, até meados da década de 1960 as bolsas brasileiras estavam diretamente subordinadas às secretarias de Finanças dos

governos estaduais e eram compostas por corretoras, as quais eram nomeadas pelo Poder Público. Havia diversas Bolsas de Negociação em diversos estados brasileiros.

A reforma bancária dos anos 60 trouxe a conversão das Bolsas em entidades civis sem fins lucrativos, além de terem autonomia administrativa, financeira e patrimonial, características que mantiveram até 2007, quando a Bovespa e a BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros) passaram a ser sociedades anônimas e substituíram a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. A Bolsa do Rio de Janeiro fez história por ter sido palco do Plano Nacional de Desestatização, exibindo leilões de grandes empresas, na época grandes estatais, como a Vale do Rio Doce e a Usiminas.

Todas as operações com ações passaram a ser centralizadas em torno da Bovespa, em São Paulo. É uma entidade auto-reguladora e opera sob a supervisão da CVM. Na Bolsa acontecem operações com valores mobiliários registrados na CVM. Possui sistema de sanções eficientes e ágeis, no caso de detecção de infrações e padrões de conduta rígidos, o que permite o desenvolvimento saudável do mercado e, conseqüentemente, um volume maior de investidores e negociações. O mercado também é regulado pela Lei do Mercado de Valores Mobiliários e a Lei das Sociedades por Ações.

As corretoras devidamente registradas junto à CVM e ao Banco Central possuem autorização para operarem por pessoas físicas e jurídicas através do Mega Bolsa (sistema eletrônico da Bovespa para negociação de ações e ativos enquadrados na categoria de renda variável) e o Bovespa Fix (para valores mobiliários na categoria de renda fixa, tais como certificados de Recebíveis Imobiliários, Fundos de Investimento e Direitos Creditórios e Debêntures).

São os principais participantes do Mercado:

- Pessoas físicas, jurídicas, estrangeiros, fundos mútuos e fundos de pensão, como investidores;
- Sociedades Corretoras e distribuidores;
- Sociedades anônimas, as quais emitem e ofertam seus valores mobiliários na Bovespa.

6.1.2 Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e a regulação do mercado

Esta nasceu da fusão entre a Bolsa de Mercadores de São Paulo, Bolsa Mercantil & de Futuros e Bolsa Brasileira de Futuros (BM&F) em 2008 e destas resultou o maior centro e negociação de derivativos do Mercosul. É, atualmente, a quarta maior do mundo em derivativos (contratos referenciados em diversos tipos de mercadorias, desde matérias primas até ações). Visa prover liquidez aos investidores, além de protegê-los. Outras competências, de acordo com o Portal de Supervisão da Bovespa (BSM), são a fiscalização, análise, supervisão e auditoria dos Participantes de Negociação e Agentes de Compensação e Custódia, de forma a buscar o cumprimento das normas que regem o mercado.

Além disso, em 2007 a Bovespa promoveu uma reestruturação societária, a qual criou a Bovespa Holding. Esta possuía uma subsidiária, a BVSP (ex Bovespa serviços), que se responsabilizada por operações de bolsa e de mercado de Balcão e a CBLC, encarregada dos serviços de liquidação, compensação e custódia

Na BM&F negociam-se commodities agrícolas em contratos padronizados, como Soja, Café, Trigo, etc. Além disso, minerais, índices, taxas de variáveis macroeconômicas.

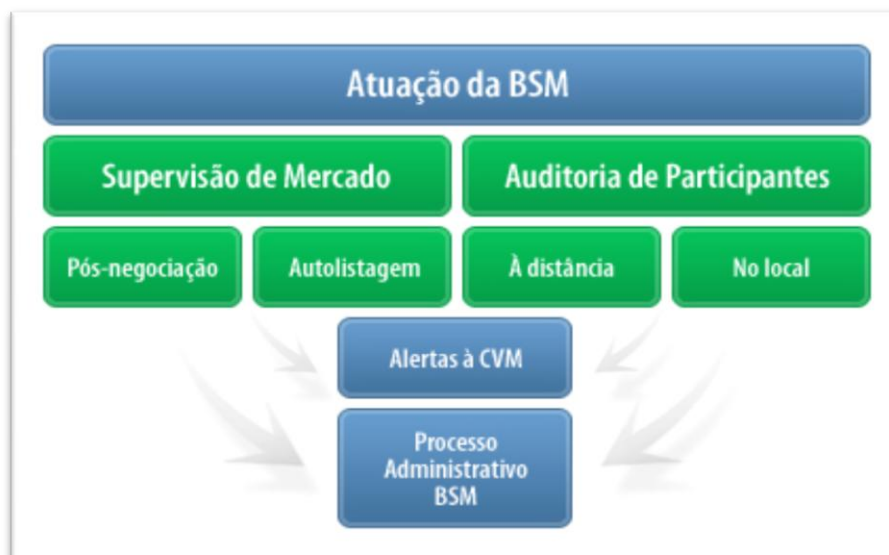
Em 2007, a BM&F também, por sua vez, sofreu reestruturações. Estas foram na esfera da governança corporativa, incorporando altos padrões que passaram a permitir empresas a comporem o segmento especial de Novo Mercado. Adicionalmente, foi constituído um Conselho de Auto-Regulação, Departamento de Auto-Regulação e Diretor de Auto-Regulação.

A Bolsa possui, desde então, seu segmento para regulação, fiscalização e até mesmo aplicação de punições àqueles que descumprirem normas para o pleno funcionamento do mercado – A BSM – BM&F Bovespa Supervisão de Mercados. A BSM se pauta em iniciativas internacionais semelhantes, e especialmente, a Instrução CVM 461/07, que dispõe sobre mercados regulamentados de valores mobiliários, além da constituição, organização e funcionamento e extinção de bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Adicionalmente, o BSM possui Regulamento próprio, aprovado por seu antigo Conselho de Administração.

As operações são supervisionadas por computadores e métodos estatísticos, de forma a detectar quaisquer irregularidades e participantes que tenham desrespeitado as normas e procedimentos da BM&F Bovespa. Outras possibilidades são as de manipulação de preços, condições artificiais de oferta e demanda, operações fraudulentas, práticas não equitativas e uso de informação privilegiada. O objetivo não é limitar a ação dos participantes e investidores, e sim protegê-los e tornar o ambiente de negócios confiável e evitar o descumprimento das normas, prejudicando investidores e a confiança no funcionamento do mercado e na atuação da BM&F e Bovespa.

Os mecanismos de regulação visam seguir os dispostos nas Resoluções CMN 1645/89 (bolsas de futuros) e 1656/89 (bolsas de valores), além da Instrução 220 da CVM, que representou avanços na auto-regulação, que dispõe sobre a supervisão das corretoras pelas bolsas, termos assinados pelos clientes de sua ciência sobre regras e parâmetros de ordens e práticas de mercado durante seu cadastro. Tal iniciativa tornou o BSM uma instituição auxiliar à CVM (a qual recebe alertas imediatos no caso de suspeita de infração grave), atuando, inclusive no segmento BM&F hoje em dia, ampliando seu alcance para garantir o bom funcionamento, transparência e confiabilidade nos mercados.

FIGURA 7



Fonte: www.bovespasupervisaomercado.com.br (BSM – BM&F Bovespa Supervisão de Mercados)

A auditoria das operações realizadas por participantes tem como objetivo a conferência do cumprimento das normas, e esta pode ser realizada na própria instituição ou à distância. Caso seja realizada nas dependências da própria instituição, são avaliados diversos quesitos e seu cumprimento ou não: tecnologia da informação, clubes de investimento, *home broker*, cadastro de clientes e o cumprimento dos requisitos deste, registro de ordens e etc. No caso da auditoria à distância, há o cruzamento de informações para detecção de irregularidades. São analisadas as informações do próprio banco de dados da BM&F Bovespa, reclamações de investidores, denúncia de terceiros, entre outros.

Para denunciar uma prática irregular u duvidosa de uma corretora, não registro de ordens e outros, há o mecanismo MRP (Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos), que é a última alternativa de análise para o investidor que tenha passado por problemas com sua instituição corretora e não tenha obtido um parecer favorável a seu favor e o tenha considerado incorreto ou passível de análise pela instituição auto-reguladora que é a BM&F Bovespa. Não há cobrança de taxas para a verificação da possibilidade de ressarcimento de prejuízos pela BM&F Bovespa Supervisão de Mercados. Contudo, não há ressarcimento em vista de situações em que o investidor tenha incorrido em prejuízo por próprio desconhecimento de riscos inerentes ao mercado e a operações realizadas. O mecanismo apresenta regulamento próprio e recomendações aos investidores e às corretoras.

A auto-regulação desempenhada pelo BSM tem como objetivo aprimorar os padrões de conduta dos participantes de mercado e os controles internos das instituições participantes. Processos administrativos para apuração de irregularidades podem ser abertos, e, inclusive, implicar em penalidades, como advertências, multas, suspensão e inabilitação temporária.

Em dezembro de 2000, outra iniciativa em prol da assistência ao investidor, transparência das informações e confiabilidade no mercado foi instituída – O Novo Mercado e os Níveis de Governança Corporativa, o que teve plena aprovação pelo mercado e seus participantes e solidificou a credibilidade da instituição BM&F Bovespa.

7. GOVERNANÇA CORPORATIVA

7.1 DEFINIÇÕES E INSTRUMENTOS

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, esta é definida como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, e suas práticas têm como finalidade o aumento de valor da sociedade, facilitar o acesso ao capital e contribuir para sua liquidez. Em 2000, a *Mckinsey & Co*, em parceria com o Banco Mundial realizou a *Investors Opinion & Survey*, apenas para concluir a partir de dados coletados com investidores, que os mesmos pagariam entre 18% e 28% por um papel de uma companhia que adotasse boas práticas de administração e transparência.

Essa teoria teve seu início marcado pela década de 30, mas somente nos anos 70 passou a atrair atenção nos meios financeiro e acadêmico. Decisões a respeito dos níveis de governança corporativa e política adotada pela empresa na área tem direta influência na performance dos papéis das mesmas no mercado. O termo governança corporativa foi cunhado nos Estados Unidos e Inglaterra nos anos 90, para definir a relação entre interesses de acionistas minoritários, majoritários e administradores.

As decisões que promovem a governança corporativa tendem a auxiliar o monitoramento dos projetos e contas da empresa de forma mais transparente, de forma a possibilitar o acionista e o empregado uma melhor avaliação do potencial da empresa, o que é um dos objetivos da regulação realizada pela CVM, permitir os instrumentos mais cristalinos possíveis a fim de que os investidores e investidores potenciais possam pautar suas decisões. A não adoção de práticas pode resultar, como já resultou em diversos casos no passado em fraudes e uso de informação privilegiada em benefício próprio, abusos de poder partindo dos conselhos e controladores sobre acionistas minoritários e erros estratégicos decorrentes da concentração do poder da participação societária.

A discussão a respeito das práticas de Governança surgiu a partir da teoria de conflito de agência, a qual apregoa a separação entre propriedade e gestão da empresa,

em vista do conflito de interesse que pode surgir ao mesclar ambos, o que ocorre de acordo com a estrutura da empresa.

Os princípios básicos da Governança Corporativa, de acordo com o Código de Melhores Práticas de Governança (IBGC) são:

- **Transparência (*disclosure*):** É a que possibilita a criação de confiança, não somente internamente, mas também com terceiros fora da empresa, como seus *stakeholders*. É o desejo de disponibiliza as informações, independente de sua categoria, independente das regras emanadas pelo órgão regulador;
- **Equidade:** Essencialmente, trata-se do tratamento indistinto a todos os interessados, desde sócios até *stakeholders*;
- **Accountability:** Responsabilização dos agentes de governança (administradores, sócios, conselheiros de administração, gestores, executivos, conselheiros fiscais e auditores), os quais devem estar conscientes das conseqüências e resultados de suas práticas e necessidade de prestação de contas;
- **Responsabilidade Corporativa:** Ciências das implicações das ações das empresas e ações de ordem social e ambiental, para garantir sua longevidade.

Faz parte do desenvolvimento natural dos mercados financeiros dos países o crescimento da adoção de práticas de governança corporativa, já que esta permite maior confiabilidade e credibilidade nas informações disponibilizadas a todos, um dos pilares da regulação. Oferece proteção ao investidor por meio de adoção de regras claras e de simples entendimento.

As empresas devem se precaver e criar mecanismos que permitam a proteção do pequeno investidor e a ciência do mesmo de tudo o que ocorre com a empresa que possa afetar sua participação. Logo, deve emitir regras para possíveis tentativas de tomada de controle acionário, condições para a saída de sócios, caso esta ocorra, mediação e arbitragem na possibilidade de ocorrência de conflitos, política de dividendos, encaminhamento de decisões e atas do Conselho de Administração para o órgão regulador, fusões e aquisições, relacionamento com as partes interessadas, entre outros. É necessário também que existam meios de colher denúncias e sugestões, as quais são repassadas diretamente ao conselho de administração. Em muitos casos, isso é

realizado através de um canal de Ouvidoria, garantindo a confidencialidade do indivíduo. Outras instituições relevantes da Governança são o *Free Float* e o *Tag Along*.

O *free float* representa a porcentagem de papéis de uma determinada empresa livres para negociação no mercado, as quais não estão sob custódia dos controladores ou majoritários. Ou seja, tem direta ligação com a liquidez das ações de uma determinada empresa e sua negociabilidade, especialmente por acionistas minoritários. Excluem-s do *free float* as ações em tesouraria ou ações com restrições de negociação.

Em países cujas políticas de Governança já estão em processo avançado, a porcentagem de ações em *free float* costuma ser elevada. Exemplo disso é *General Eletric* e a *Microsoft*, com 100% e 95% das ações em *free float*. Atualmente o *free float* no Brasil entre papéis ordinários (os quais possuem direito a voto) ainda é baixo. No passado, empresas que realizavam ofertas públicas disponibilizavam até o limite de ações preferenciais (sem direito a voto, e até dois terços do lançamento) para permitir o financiamento da empresa através da oferta pública, mas jamais permitindo a pulverização do controle. Exemplo disso é o *free float* do Banco do Brasil, que se aproxima de 10%, em vista de seus papéis estarem em sua maioria nas mãos da Previ e Tesouro Nacional.

Conforme ocorre o crescimento do mercado e das exigências de adequação das políticas pelos minoritários e institucionais, a tendência é a que o número de empresas com maior *free float* entre ações ordinárias tenda a aumentar progressivamente.

Já o *tag along* é o direito adquirido por acionistas de vender suas ações em oferta pública em ocasião de troca de controle. Este instrumento de proteção ao minoritário foi instituído na Lei 6404/76, em vista da reduzida liquidez das ações ordinárias na época. E em 1997, a Lei 10303 instituiu que o *tag along* seria exercido a 80% do preço oferecido pelo novo controlador. O preço deve ser justo e calculado de acordo com princípios contábeis e financeiros, para que não traga prejuízos de julgamento ou desfavorecimento para o investidor minoritário.

O *tag along* como instrumento de Governança previne e protege o minoritário de mudanças sucessivas no controle da empresa, e, por conseguinte as variações nas políticas, projetos e diretrizes da empresa, conforme o controle fosse alterado, o que não deixaria alternativa para este acionista a não ser a venda de sua participação na

companhia, e, em consequência disso, a diminuição do *free float* e logo, da liquidez dos papéis da empresa.

A Lei 10303 apregoa:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

O mercado costuma apreciar a adoção de práticas como esta, e estas geralmente provocam reações satisfeitas e criam valor de mercado para a empresa conforme ocorreu com os papéis preferenciais da Suzano em 2007, as quais se beneficiaram de uma valorização de 80% quando a empresa anunciou em fato relevante a extensão do *tag along* para seus papéis preferenciais.

A governança corporativa incluir normas expedidas por órgãos reguladores, códigos de melhores práticas e métodos amplamente aceitos pelo mercado e regulamentos internos da empresa, de forma a permitir uma ‘democracia societária’, e evitar o controle total e absoluto do bloco de controle e permitir a criação de valor para os acionistas, que, como credor da empresa (mesmo que temporário) também é afetado pelas suas políticas.

Também se deve realizar a emissão de relatórios periódicos amplamente disponíveis para a sociedade, acionistas e debenturistas, e que o mesmo esteja de acordo com padrões internacionalmente aceitos, a respeito da contabilidade, decisões econômico-financeiras, sociais, ambientais e de Governança Corporativa.

O processo de adoção a praticas de Governança no Brasil foi acelerado em vista da necessidade de adaptar-se a uma gestão mais moderna. Além disso, as privatizações, desregulamentação, estabilização e globalização tornaram o processo inevitável. A dispersão do controle acionário, o foco na eficiência e na transparência passou a ser uma necessidade. Em vista disso, os investidores institucionais, fundos de pensão passaram a tomar a dianteira no desenvolvimento da governança, ao elaborar

códigos próprios para reger a sua conduta, participar ativamente nos Conselhos, Assembléias, exercendo seu direito de voto e influência no andamento das políticas e projetos da empresas nas quais possuía participação, fiscalizando melhor e mais de perto a gestão das empresas.

A injeção massiva de capital estrangeiro em nosso mercado bursátil também exigiu uma maior adequação aos padrões internacionais de Governança, já que novos investidores com parâmetros elevados de práticas de transparência e confiabilidade agora estavam presentes em massa no mercado nacional. Logo, partiram iniciativas como a criação do primeiro código de Governança Corporativa pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a reformulação da Lei das Sociedades Anônimas, que agora passava a incluir o tema, como uma cartilha de Governança.

Grandes iniciativas como a criação de níveis específicos de Governança e a criação de um índice específico para empresas adotantes das melhores práticas partiu da BMF&BOVESPA, fortalecendo o desenvolvimento da Governança e tornando o termo mais comum e presente nas avaliações de portfólio.

8. NÍVEIS DE GOVERNANÇA

Os segmentos de governança corporativa foram criados pela BMF&FBOVESPA há cerca de 10 anos como forma de rematar o que já era mandatório pela Lei das Sociedades Anônimas, majorando ainda mais as exigências de transparência, aumentando a confiabilidade no mercado e a proteção do minoritário. É também outro critério para avaliação de ações, além dos múltiplos habitualmente usados. Os níveis de governança foram criados para reduzir a assimetria de informações e aumentar as garantias asseguradas ao acionista perante o controlador. Isso gerou atenção dos investidores, que buscavam por papéis melhores com desempenho melhor na área da transparência e empresas que já adotavam essas práticas, ou pretendiam adotá-las e exibir aos acionistas potenciais como mais um integrante a favor na avaliação dos papéis, e uma forma de diferenciação.

As empresas que cumprirem o regulamento de qualquer um dos níveis pode adotar um dos níveis de Governança Corporativa oferecidos pela Bolsa, já que a ausência de transparência e qualidade na informação pode causar deságio no preço dos

papéis em vista da quantidade diminuta de informações divulgadas. Logo, espera-se que as companhias adotantes dos níveis de Governança possuam prêmios de risco minimizados, o que gera valorização e aumento de valor para todos, acionistas, controladores e gestores.

8.1 Nível 1

Trata-se do nível mais básico, e neste a empresa se compromete a elevar suas práticas de governança corporativa e cumprir os seguintes pressupostos:

- Free float mínimo de 25%;
- Realização de ofertas públicas e colocação de ações de forma a facilitar a dispersão do capital;
- Melhoria contínua das informações contábeis prestadas trimestralmente. Há exigência de consolidação e revisão especial;
- Cumprimento de regras de disclosure em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por controladores ou administradores;
- Divulgação de acordo de acionistas e programas de *stock options*;
- Divulgação de um calendário de eventos corporativos;
- Apresentação das demonstrações de fluxo de caixa.

8.2 Nível 2

O Nível 2 obedece uma série de regras em adição aos preceitos do Nível 1, os quais são voluntariamente aderidos através do regulamento explícito e disponível pela Bovespa. Estes são:

- Balanço anual seguindo as normas do US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) ou IAS (International Accounting Standard);
- Conselho de administração com um mínimo de cinco membros e mandato unificado por um ano;
- Extensão, no caso de troca de controle da empresa, para os acionistas minoritários detentores de ações ordinárias das mesmas condições

obtidas pelos controladores, e o mínimo de 70% do mesmo para os preferencialistas;

- Direito de voto para ações preferenciais em casos específicos como transformação, incorporação, fusão ou aprovação de contratos entre a empresas e outras do mesmo grupo;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta pública para compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, caso haja fechamento do capital ou encerramento do registro no Nível 2;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

8.3 Novo Mercado

O novo mercado é um segmento que se diferencia por apresentar outras regras além das exigidas pela legislação de mercado. Para ingressar, a empresa tem que aderir a um conjunto mais rígido e extenso de regras. O BNDES incentiva empresas com as quais tem parceria a ingressarem nesse segmento e nos anteriores através da compra de debêntures.

As regras que regem este segmento melhoram a qualidade das informações prestadas, a segurança do minoritário e a imagem da empresa, este é como um *selo de qualidade* para as companhias incluídas. Criado para fortalecer o mercado de capitais brasileiro, foi inspirado no *Neuer Markt* Alemão, que oferece ações mais transparentes e com risco menor que as demais. A grande novidade é que neste nível 100% dos papéis devem ser ordinários, além das exigências descritas no Nível 2, e todas as empresas de capital já aberto podem ser aceitas caso cumprirem as requisições. Os princípios adicionais abarcados no Novo Mercado são:

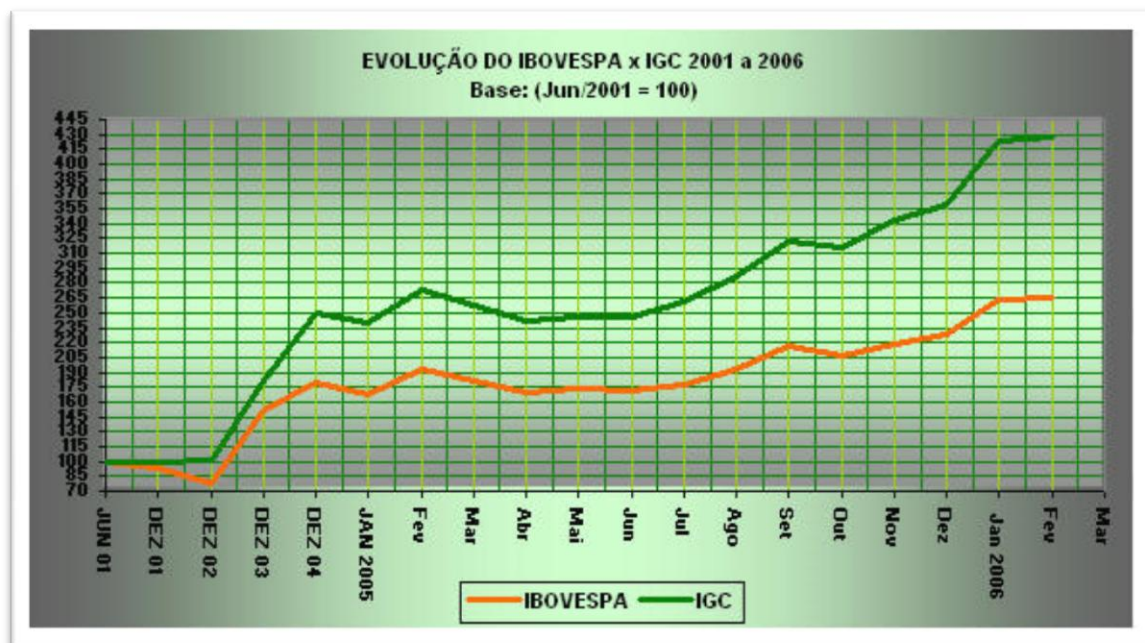
- Obrigatoriedade da realização de uma oferta de compra das ações em circulação pelo valor econômico das mesmas, no caso de fechamento de capital ou cancelamento do registro na categoria de Novo Mercado;
- Extensão para todos os acionistas da companhia os mesmos direitos do controlador no caso de troca do controle da mesma.
- Certos compromissos inerentes a esta categoria devem ser aprovados em Assembléia e incluídos no Estatuto da empresa.

8.4 IGC – Índice de Governança Corporativa

Foi criado em 2001 como forma de destacar e agrupar as ações de companhias que aplicam aos seus modelos de gestão as práticas de governança corporativa e medir o desempenho desta carteira teórica. Esta inclusão acontece a partir da assinatura de um contrato entre representantes da Bovespa e das empresas, as quais se interessam na exposição advinda desta inserção, pois acarretará em uma elevação na expectativa de rentabilidade dos papéis que estejam nesta categoria de ações.

Nos últimos anos o IGC vem confirmando a expectativa e apresentando desempenho superior ao Índice Bovespa, conforme o gráfico a seguir mostra:

FIGURA 8



Fonte: www.acionista.com.br

FIGURA 9

Rentabilidade IGC x Ibovespa				
Ano	IGC		Ibovespa	
	Variação	Pontos	Variação	Pontos
2001	+1,09%	1.010	-11,0%	13.577
2002	+1,57%	1.026	-17,0%	11.268
2003	+79,70%	1.845	+97,3%	22.236
2004	+37,90%	2.545	+17,8%	26.196
2005	+43,76%	3.658	+27,7	33.455
2006	+41,29%	5.169	+32,9%	44.473
2007*	+22,53%	6.334	+22,86%	54.637

Fonte: www.acionista.com.br

9. FUNDOS DE RISCO

Em 2011, o Brasil já tomou o primeiro lugar da China como local mais propício para intenções em investimentos de *private equity*, alcançando uma nota pouco superior a 65, enquanto a China, um pouco abaixo de 60. Isso se explica pela atratividade das oportunidades brasileira e a recente regulação chinesa, que tornou muito mais atrativo o investimento em *private equity* através de fundos.

Os fundos de risco ainda não são um número expressivo no Brasil, mas com a estabilidade, globalização e o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, a tendência é que o número de fundos desta modalidade cresça nos próximos anos. Este capital de risco é um investimento temporário e empresas emergentes ou com potencial de crescimento, no qual se busca uma participação direta no capital social da empresa ao adquirir ações ou debêntures conversíveis em ações como alternativa às opções atuais no mercado de capitais. Pode-se em casos extraordinários, inclusive, realizar aquisição de participação em empresas com dificuldades financeiras ou de gestão, por aqueles que crêem no seu potencial de recuperação e possível rendimento como resultado dessa reconstrução.

Essa espécie de investimento teve início nos Estados Unidos nos anos 80, a partir da criação de grupos de investidores interessados na aquisição de empresas não negociadas em bolsa, mas que pudessem gerar retornos superiores às médias do mercado.

Uma pesquisa da Fundação Getúlio Vargas (Panorama da Indústria de *Private Equity e Venture Capital* no Brasil) apurou que no fim de 2009 havia 140 gestoras de capital de risco no país (*Private Equity e Venture Capital*), as quais possuíam 554 clientes e um portfólio estimado em US\$34 bilhões espalhados por 480 empresas. Além disso, a estabilidade da economia atual, especialmente no Brasil, favorece o progresso do mercado, pois compensa os riscos da atividade, ausência de garantias e incertezas a respeito do retorno. Anterior aos *private equities* no Brasil, haviam os Fundos de Investimento em Participação. Atualmente já é possível comprar papéis de *private equities*, tais como a maior da América Latina, a GP Investments através da Bovespa, negociadas abertamente. A mesma administra US\$ 2,1 bilhões em recursos. A GP, de 2006 a 2008 teve um desempenho de 116%, enquanto o Ibovespa apresentou rentabilidade de 87%.

As grandes oportunidades encontram-se em empresas com grande potencial de crescimento e que em alguns anos abririam capital para financiar seus projetos e expansão. Posteriormente, o investidor se desfaz de sua posição com lucro, assim que o negócio maturar e a expectativa de retorno se confirma, após a alavancagem dos negócios através da compra de participação. É vantajoso para o investidor e para a empresa como uma alternativa de financiamento e ampliação das atividades, especialmente quando a crise de 2008 veio a frustrar diversas Ofertas Públicas que viriam a ocorrer.

A compra de parte da Zamproga, produtora de aços, pela Usiminas (intermediada pela NSG Capital) provou que há grandes vantagens para ambos os lados. Os processos, a gestão estratégica, industrial fez seu faturamento se ampliar de R\$ 770 milhões para R\$ 1,2 bilhões.

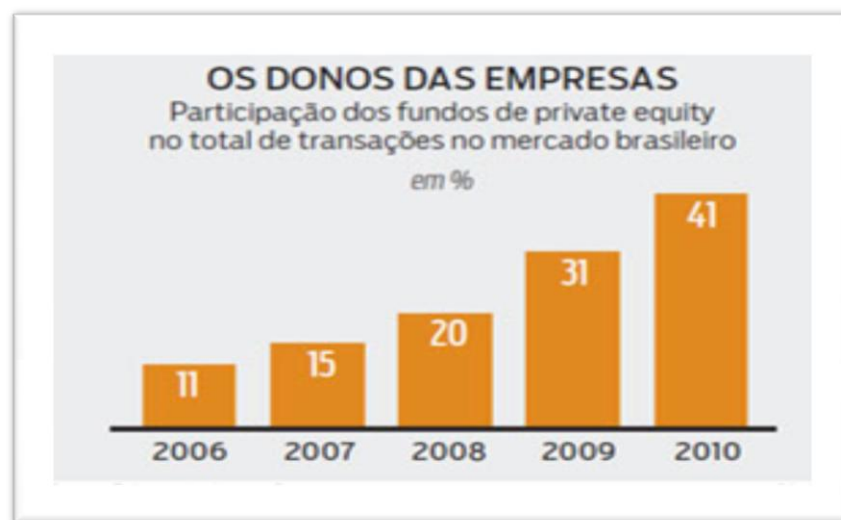
O fundo de *private equity ou venture capital* pode ser formado por fundos de investimento, fundos de pensão, bancos e entidades governamentais interessadas no fomento da atividade econômica e industrial no país, como BNDESPAR e Previ. Os fundos de *private equity* destinam-se ao financiamento de empresas com potencial de

crescimento através da aquisição de participação acionária e acordos contratuais privados entre investidores e gestores, uma colocação privada, ou seja, estas ainda não possuem capital aberto em bolsa.

Já o venture capital se dedica a negócios em estágios iniciais de desenvolvimento dos serviços, produtos, etc.

A figura a seguir exhibe o franco crescimento desta modalidade de investimento no país:

FIGURA 10



Fonte: www.istoedinheiro.com.br

9.1 REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE RISCO – FIPs – Private Equity

A iniciativa de regulação dos fundos de private equity no país ainda é incipiente, apesar de existirem empreendimentos para tal. No fim de 2010, a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (Abvcap) em associação com a Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) assinaram a criação de um código de autorregulação para o setor, com o objetivo de aproximar o setor nacional da legislação internacional.

A intenção era criar categorias similares às de Novo Mercado, conforme iniciativa anteriormente mencionada e realizada pela BM&FBOVESPA, mas a Abvcap teve receio de que isso criasse uma impressão que certos fundos eram superiores a outros, como é com as ações. Logo, os fundos de private equity serão regulados pela Anbima. Ainda existem evoluções a serem feitas, especialmente em relação à transparência para os participantes de mercado. Fundos de pensão costumam participar das comissões de investimento, o que fora do país pode ser considerado estranho e influenciar na atuação e liberdade do gestor.

Foram acordadas três categorias de fundos:

- Tipo 1: Haverá um comitê de pessoas indicadas exclusivamente por cotistas dos fundos;
- Tipo 2: Haverá um comitê com representantes da gestora ou administradora do fundo;
- Tipo 3: Ausência de comitê.

Os fundos de *private equity* são regulados pelas instruções 209 e 391, as quais incluem exigências de transparência e regras sobre as prestações de informações pelos administradores. A instrução 209 dispõe especialmente sobre a disposição das informações que devem ser incluídas no regulamento dos fundos, como qualificação da instituição que administrará o fundo, política de investimento, remuneração para o administrador, taxa de ingresso para os interessados, despesas e encargos, condições e possibilidades de amortização das cotas, competências da Assembléia Geral de cotistas, entre outros.

As decisões relativas à fusão, incorporação, liquidação, alterações no regulamento e substituições devem estar subordinadas à aprovação da CVM. Dispõe também sobre as obrigações do administrador e competências da Assembléia Geral de cotistas, histórico sobre o administrador, registro dos cotistas, no livro de 'Registro de Cotas Nominativas', aberto em nome do cotista.

A instrução determina, que assim que for constituído e tiver seu funcionamento autorizado, o Fundo deverá manter no mínimo 75% de suas aplicações em ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes. O restante deve estar alocado em cotas de fundo de renda fixa ou

títulos de renda fixa, de acordo com o julgamento do administrador. Além disso, podem estar alocados em valores mobiliários de empresas abertas negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado. O desenquadramento desses limites por um período corrido de 360 dias implicará na distribuição dos valores para os cotistas.

Já a instrução CVM 391 trata das disposições que devem estar contidas no regulamento do fundo em adição a 209, os casos em que a comunicação com a CVM deve ser realizada após aprovação em Assembléia Geral, como distribuição de novas cotas. O administrador também tem responsabilidade de remeter à CVM e aos seus cotistas semestralmente a composição da carteira em detalhes, encargos, instituições encarregadas dos serviços de custódia, demonstrações contábeis. E, anualmente, posterior ao fim do exercício, deve garantir envio de demonstrações contábeis já apreciadas e com parecer do auditor, encargos incorridos e valor patrimonial das cotas.

Além disso, trata da emissão, colocação e negociabilidade das cotas do fundo. Outro assunto abordado são as normas aplicáveis às demonstrações contábeis do fundo, as quais deverão ser auditadas por auditor independente devidamente registrado na CVM.

Recentemente ocorreu a edição da Instrução 498, dispendo sobre o funcionamento de fundos, e estabelecendo que as cotas de fundos fechados só poderão ser negociadas em mercados regulamentados:

- Quando distribuídas publicamente por meio de oferta registrada na CVM;
- Quando distribuídas com esforços restritos, observadas as restrições da norma específica;
- Quando as cotas já estejam admitidas à negociação em mercados regulamentados; ou
- Caso sejam previamente submetidas a registro de negociação, mediante apresentação de prospecto.

10. CONCLUSÃO

Ante o exposto, pode-se afirmar que a regulação de mercado no Brasil ainda tem muito que evoluir, conforme os instrumentos financeiros e modalidades de investimento crescem em consonância com o poder dos órgãos regulatórios e suas atribuições expostas se expandirão e se tornarão mais eficientes conforme o tempo.

Na história do Sistema Financeiro Nacional, atribuições foram redistribuídas, centralizadas e difundidas entre órgãos, autarquias e empresas públicas, sempre buscando um melhor funcionamento deste organismo que se torna sempre mais complexo ao longo do tempo e cujo principal destino e objetivo deve ser o serviço e proteção ao seu usuário, semeando credibilidade e confiabilidade, quesitos que solidificam o sistema financeiro como um todo, gerando benefícios como estabilidade econômica, *Investment Grade*, e investimento externo massivo aprimorando o funcionamento da economia e apurando ainda mais o alcance dos órgãos regulatórios, favorecendo um ciclo virtuoso que torna o crescimento e o avanço algo natural para o país.

Pode-se observar também que todos os órgãos e instituições mencionadas desenvolvem ou estão em processo contínuo de desenvolvimento de ferramentas regulatórias ou para o desenvolvimento do mercado de capitais, financeiro, de crédito ou câmbio.

Apesar de existirem ainda mercados que não estão fortemente submetidos à regulação e ferramentas de proteção ao investidor, como os *private e venture equities*, é notável que existem iniciativas para cunhar códigos, instruções e ferramentas que popularizem, assegurem o funcionamento e protejam o investidor, posto que o fornecimento de informação é um dos pressupostos básicos da regulação, e sem esta o desenvolvimento da capacidade de decidir e maturar decisões de investimentos estaria ainda muito distante da realidade atual do cenário no país. Uma das premissas da regulação aborda o fornecimento integral de informações por parte das empresas, a fim de que o investidor tenha liberdade total de interpretação da informação. Vê-se que a iniciativa regulatória no Brasil tem como a informação livre um de seus pilares, e exige-se claramente em suas instruções e normas a inclusão de informações essenciais para a tomada de decisão, comparação e propagação da mesma para os participantes de mercado.

Adicionalmente, o bom funcionamento dos instrumentos regulatórios permite um florescimento saudável dos mercados, maturação de pequenas empresas em grandes, multiplicação do capital do acionista minoritário em consequência de decisões pautadas em informações plenamente aprovadas pelas exigências do órgão regulador e isenta de vieses ou inadequações.

Assim, permite-se o debate, o enriquecimento da participação do investidor no desenvolvimento e melhoria das regras que o mesmo deve obedecer, e à qual as empresas estão sujeitas, através de audiências públicas, completa exposição das informações, palestras, sugestões e transparência dos órgãos de regulação perante o público, que, progressivamente exige mais e mais da mesma conduta das empresas nas quais investe, analisa e crê serem potenciais alvos de seu capital e futuramente, parte de seu portfólio.

10. REFERÊNCIAS

10.1 BIBLIOGRÁFICAS

Newlands Jr., Carlos Arthur. **Sistema Financeiro e Bancário**. São Paulo, Elsevier, 2010.

O que é a CVM, Cadernos CVM, Comissão de Valores Mobiliários, Protegendo quem investe no futuro do Brasil, 2009.

Mercados de Derivativos na BM&FBOVESPA S/A – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, Cadernos CVM, Comissão de Valores Mobiliários, Protegendo quem investe no futuro do Brasil, 2009.

Principais direitos dos acionistas minoritários de companhias abertas, Cadernos CVM, Comissão de Valores Mobiliários, Protegendo quem investe no futuro do Brasil, 2009.

10.2 MATERIAL DE APOIO

<http://www.bndes.gov.br> Acesso em 30 de maio de 2011.

<http://www.cvm.gov.br> Acesso em 21 de abril de 2011.

<http://www.bmfbovespa.com.br> Acesso em 15 de abril de 2011

<http://www.apimec.riweb.com.br> Acesso em 5 de junho de 2011

<http://www.bsm-autorregulacao.com.br> Acesso em 10 de maio de 2011

Witigen, Julia, **CVM aperta regras para fundos de private equity**, <http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/cvm-aperta-regras-para-fundos-de-private-equity>.

Costa Neto, Yttrio, **Bancos Oficiais do Brasil: Sua Origem e seu Desenvolvimento,**

http://www.bcb.gov.br/htms/public/BancosEstaduais/livros_bancos_oficiais.pdf

Aspectos históricos da comissão de valores mobiliários,

<http://jus.uol.com.br/revista/texto/17374/aspectos-historicos-da-comissao-de-valores-mobiliarios>