

1 CONCEITOS BÁSICOS EM FINANÇAS

1.1 Finanças

O dicionário Aurélio define o termo Finanças como sendo a “*ciência e a profissão do manejo do dinheiro, particularmente do dinheiro do Estado*”. De uma forma mais ampla, dizemos que ela trata do processo, instituições, mercados e instrumentos envolvidos na transferência de fundos entre pessoas, empresas e governos. Praticamente todos os indivíduos e organizações obtêm receitas ou levantam fundos, gastam ou investem. Em última análise, *Finanças é a arte e a ciência de administrar fundos*.

Analisando o conceito parece ser alguma coisa um pouco distante do nosso dia-a-dia mas diariamente temos envolvimento com as finanças. Tomamos decisões financeiras a todo o momento. Na escolha pelo produto mais caro ou mais barato, na matrícula em um curso, no parcelamento de alguma dívida, negociação salarial, escolha de um fundo de aposentadoria mais adequado e assim por diante. Assim, precisamos entender de assuntos financeiros e tomar as decisões financeiras corretas.

1.2 As Principais Áreas em Finanças

Verifica-se, ano a ano, uma tendência cada vez maior de executivos oriundos da área financeira ocupando os cargos mais altos nas organizações. Conseqüentemente, as matrículas nos programas financeiros, tanto ao nível de graduação quanto de pós-graduação, vem crescendo em grandes proporções. Nesse contexto, algumas áreas vêm se destacando e atraindo a atenção de estudantes e profissionais por serem excelentes oportunidades de carreira. São elas: *Finanças Corporativas* (ou *Empresariais*), *Investimentos*, *Instituições Financeiras*, *Finanças Internacionais* e, por último, *Consultoria em Finanças Pessoais*.

Finanças Empresariais requer do profissional financeiro conhecimento para decisões vitais no âmbito empresarial, que podem envolver a estrutura de ativos, a estrutura financeira ou planejamento e controle da gestão e obtenção de resultado de empresas e órgãos governamentais. É o tema principal desta disciplina e será discutido mais detalhadamente no decorrer do semestre.

A área de *Investimentos* lida com ativos financeiros, tais como ações, debêntures, títulos públicos e privados, derivativos e outras obrigações. E sua atividade o profissional financeiro calcula preços desses ativos, determina os riscos envolvidos e o retorno possível, analisa o contexto para definição da melhor composição de carteiras para cada tipo de investidor. Esse profissional pode atuar como Operador de Bolsa de Valores, Administrador de Carteiras de Fundos ou ainda como Analista de títulos.

As *Instituições Financeiras* são aquelas que lidam primeiramente com assuntos financeiros, como Bancos, Associações de Poupança e Empréstimo e Seguradoras. Essas instituições necessitam profissionais para uma grande variedade de tarefas relacionadas a finanças. Pode atuar na área de empréstimos, captação de recursos, seguros, previdência privada e capitalização entre outras.

Finanças Internacionais pode ser definida como uma especialização que requer conhecimento em todas as áreas citadas, sua atuação envolve aspectos internacionais como taxa de câmbio e risco político, empréstimos internacionais, administração de carteira e análise de títulos de empresas sediadas em vários países.

Consultoria em Finanças Pessoais é uma atividade com certa tradição nos Estados Unidos. No Brasil vem se desenvolvendo de forma crescente. O Consultor de Finanças Pessoais (CFP), conhecido também como Planejador de Finanças Pessoais, tem um foco de atuação muito forte no planejamento financeiro. Sua atividade básica consiste em gerir as finanças pessoais para facilitar o alcance de objetivos econômico-financeiros pretendidos pelos clientes. Pode auxiliar na administração do orçamento doméstico, na análise e na busca de alternativas para endividamentos elevados, orientações sobre aplicação de recursos nas modalidades mais adequadas para cada perfil de investidor. Orienta ainda, na escolha de seguros e planos de aposentadoria.

1.3 O Mercado Financeiro

A palavra mercado remonta a períodos anteriores à existência da moeda e o seu significado original designa *o local onde as pessoas se encontram para comprar, vender ou trocar mercadorias*. Com o passar do tempo, o termo mercado foi evoluindo para um conceito de *conjunto de elementos envolvidos no comércio de determinado produto: produtores, consumidores, intermediários, regulamentos, preços, etc.* Hoje, quando falamos no mercado do pêssego, estamos nos referindo ao conjunto de pessoas que produzem, apreciam (consumidores finais), aos atravessadores, aos doceiros, aos preços praticados, etc.

O Mercado Financeiro também tem o seu produto. Ele é *o uso do dinheiro no tempo*, que significa a transferência temporária, entre agentes econômicos, da capacidade de consumo, ou seja, do poder de compra que a posse do dinheiro proporciona. Mercado Financeiro, portanto, é o conjunto de mecanismos voltados para a transferência de recursos entre os agentes econômicos. Seu papel essencial é viabilizar e operacionalizar os fluxos de financiamentos na economia. Como qualquer mercado, o Financeiro, também tem suas figuras básicas, que são os compradores (tomadores de empréstimos), vendedores (poupadores) e os intermediários (instituições financeiras).

1.4 A Intermediação Financeira

Ao pouparem as pessoas deixam de utilizar a capacidade de consumo do dinheiro no momento, acreditando que essa atual capacidade de consumo trará maiores benefícios no futuro, seja frente a algum imprevisto, para economizar dinheiro e comprar algo de maior valor ou simplesmente para sustentar a família na aposentadoria. Quando os poupadores optam por “vender” suas mercadorias, se transformam em investidores. No sentido econômico, investir significa a aplicação de capital para produzir bens e serviços, num sentido mais amplo significa direcionar recursos para a obtenção de juros ou lucros.

Os “*poupadores*”, portanto, são os agentes econômicos superavitários dispostos a transformar suas disponibilidades monetárias em ativos financeiros, através da oferta de recursos, sujeitando-se aos riscos de mercado, com a finalidade de obter retornos reais positivos. São os criadores de fundos para o financiamento do crescimento econômico.

Os “*tomadores*”, aqueles que adquirem o produto comercializado no Mercado Financeiro são os industriais, comerciantes, pessoas físicas, etc. que, necessitando de dinheiro para utilizar o seu poder de compra, dispõe-se a pagar por essa utilização. São os agentes econômicos deficitários, que demandam recursos e estão dispostos a financiar seu déficit a custo de mercado.

Cabe aos “*intermediários financeiros*” efetuar a ponte entre os dois segmentos. Ao concentrar os recursos dos agentes superavitários, os intermediários financeiros viabilizam a ampliação das escalas de produção, financiando investimentos de maior vulto.

Quadro 1 – A intermediação Financeira



Quando o mercado financeiro é eficiente, a produção e o consumo de mercadorias é estimulado, as empresas têm acesso a recursos mais baratos, podendo investir mais na produção e, conseqüentemente gerar mais lucros, que serão reinvestidos dando continuidade a um círculo virtuoso que ocasiona a geração de mais riqueza, maior oferta de empregos e melhores salários. As pessoas têm acesso a financiamentos que possibilitam a aquisição de mais bens, aumentando o consumo.

Quando a sociedade não consegue gerar um excedente de produção ou este não é reinvestido, obstruindo a transformação da poupança em investimentos, a geração de bens e serviços é reduzida e o bem-estar material das pessoas diminui.

A circulação do dinheiro tem a capacidade de aumentar ou diminuir a produção de bens e serviços, aumentando ou diminuindo o bem-estar material das pessoas, por esse motivo o mercado financeiro recebe uma atenção especial do governo que, através da atuação das autoridades financeiras interfere na economia.

Um sistema financeiro eficiente é aquele que tem capacidade de viabilizar a realização de financiamentos de curto, médio e longo prazos, sob condições de minimização de risco e atendendo aos desejos e necessidades dos agentes superavitários, que determinam a oferta de recursos, e dos agentes deficitários, que materializam a demanda por recursos.

1.5 Sistema Financeiro Nacional - SFN

Fortuna (1999) conceitua sistema financeiro, de uma forma abrangente, como “conjunto de instituições que se dedicam, de alguma forma, ao trabalho de propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores”. Esse sistema, operando dentro do mercado financeiro, oferece condições para que um agente econômico que não deseje aplicar seus recursos excedentes em algum empreendimento próprio seja colocado em contato com outro que deseje investir em alguma atividade montante de recursos superior às suas disponibilidades.

O Sistema Financeiro Nacional - SFN está dividido em dois grandes subsistemas: o *normativo* que regulamenta e fiscaliza, e o *de intermediação e instituições auxiliares*, que recebe o dinheiro dos poupadores (agentes econômicos superavitários) e os repassa para os tomadores (agentes econômicos deficitários). As funções dos órgãos de regulação e fiscalização integrantes do subsistema normativo estão descritas a seguir.

O Conselho Monetário Nacional – CMN é o órgão supremo do SFN. Sua finalidade é formular a política da moeda e do crédito, objetivando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do país. O Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento e Orçamento e o Presidente do Banco Central são os componentes efetivos, sendo porém, permitido ao Presidente do Conselho convidar Ministros de Estado e representantes de entidades públicas ou privadas para participar das reuniões, não lhes sendo permitido o direito a voto. O CMN reúne-se ordinariamente uma vez por mês e, extraordinariamente, sempre que for convocado pelo seu Presidente. O Banco Central funciona como secretaria executiva do Conselho.


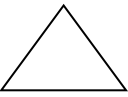


Ao Banco Central do Brasil - BCB cabe, além da responsabilidade pela Política Monetária do país, a função de executivo central do SFN, responsável pela fixação e cumprimento das disposições que regulam o funcionamento do sistema de acordo com as normas do CMN. O Banco Central está sediado em Brasília, com representações regionais em várias capitais. É definido seu objetivo em três macroprocessos: Formulação e gestão das políticas monetária e cambial, compatíveis com as diretrizes do Governo Federal; Regulação e supervisão do Sistema Financeiro Nacional e Administração do sistema de pagamentos e do meio circulante.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, aquele em que são negociados títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades. Esse mercado negocia, predominantemente, ações, debêntures e quotas de fundos de investimento em renda variável, compreendendo ainda um universo mais amplo de títulos.

A Superintendência de Seguros Privados - SUSEP é o órgão responsável pelo controle e fiscalização dos mercados de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro. Autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda.

A Secretaria de Previdência Complementar - SPC, é um órgão do Ministério da Previdência Social, tem as atribuições de supervisionar, coordenar, orientar e controlar as atividades relacionadas com a previdência complementar fechada e a fiscalização das atividades das entidades fechadas de previdência privada, quanto ao cumprimento da legislação e normas em vigor e aplicar as penalidades cabíveis;

Quadro 2 – Sistema Financeiro Nacional

Subsistema Normativo Órgãos Regulação e Fiscalização		Subsistema de Intermediação e Instituições Auxiliares			
CMN Conselho Monetário Nacional	Banco Central do Brasil 	Instituições Financeiras Captadoras de Depósitos	Bancos Múltiplos com Carteira Comercial	<input type="checkbox"/>	
	Comissão de Valores Mobiliários 		Demais Instituições Financeiras	Bancos Comerciais	<input type="checkbox"/>
				Caixas Econômicas	<input type="checkbox"/>
				Cooperativas de Crédito	<input type="checkbox"/>
		Bancos Múltiplos sem Carteira Comercial		<input type="checkbox"/>	
		Superintendência de Seguros Privados 	Outros intermediários ou Auxiliares Financeiros	Bancos de Investimento	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
				Bancos de Desenvolvimento	<input type="checkbox"/>
				Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento	<input type="checkbox"/>
				Sociedades de Crédito Imobiliário	<input type="checkbox"/>
				Companhias Hipotecárias	<input type="checkbox"/>
				Associações de Poupança e Empréstimo	<input type="checkbox"/>
	Agências de Fomento			<input type="checkbox"/>	
	Sociedades de Crédito ao Microempendedor			<input type="checkbox"/>	
	Secretaria de Previdência Complementar 	Administração de Recursos de Terceiros	Bolsas de Mercadorias e de Futuros	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	
			Bolsas de Valores	<input type="checkbox"/>	
			Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	
			Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	
	Entidades Ligadas aos Sistemas de Previdência e	Entidades Ligadas aos Sistemas de Previdência e	Sociedades de Arrendamento Mercantil	<input type="checkbox"/>	
			Sociedades Corretoras de Câmbio	<input type="checkbox"/>	
			Representações de Instituições Financeiras Estrangeiras	<input type="checkbox"/>	
			Agentes Autônomos de Investimento	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	
			Entidades Fechadas de Previdência Privada	<input type="checkbox"/>	
	Sistemas de Liquidação e Custódia	Sistemas de Liquidação e Custódia	Entidades Abertas de Previdência Privada	<input type="checkbox"/>	
			Sociedades Seguradoras	<input type="checkbox"/>	
			Sociedades de Capitalização	<input type="checkbox"/>	
	Sociedades Administradoras de Seguro-Saúde	Sociedades Administradoras de Seguro-Saúde	Sociedades Administradoras de Seguro-Saúde	<input type="checkbox"/>	
			Fundos Mútuos	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	
Clubes de Investimentos			<input type="checkbox"/>		
Carteiras de Investidores Estrangeiros	Carteiras de Investidores Estrangeiros	Carteiras de Investidores Estrangeiros	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>		
		Administradoras de Consórcio	<input type="checkbox"/>		
		Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC	<input type="checkbox"/>		
Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos CETIP	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos CETIP	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos CETIP	<input type="checkbox"/>		
		Caixas de Liquidação e Custódia	<input type="checkbox"/>		

2 POLÍTICA ECONÔMICA

É o conjunto de medidas tomadas pelo governo de um país com o objetivo de atuar e influir sobre os mecanismos de produção, distribuição e consumo de bens e serviços. Embora dirigidas ao campo da economia, essas medidas obedecem também a critérios de ordem política e social. Em síntese, a política econômica global do Governo consiste em promover o desenvolvimento econômico, garantir o pleno emprego e sua estabilidade, equilibrar o volume financeiro das transações econômicas com o exterior, estabilidade de preço e controle da inflação, promover a distribuição da riqueza e da renda. Para alcançar os objetivos da política econômica global, são utilizadas quatro políticas com dinâmicas próprias: Fiscal, Cambial, de Rendas e Monetária.

2.1 Política Fiscal

É a política de receitas e despesas do Governo Federal, Estadual e Municipal. Envolve a definição e aplicação da carga tributária exercida sobre os agentes econômicos, bem como a definição dos gastos do Governo. Quando as receitas são superiores à soma das despesas, diz-se que o governo tem um superávit fiscal primário e, caso sejam inferiores, um déficit fiscal primário.

Tem forte impacto sobre a política monetária quando os prazos de recolhimento de impostos afetam o fluxo de caixa dos agentes econômicos. Uma política fiscal adequada permitiria reduzir o endividamento interno do Tesouro através de um superávit fiscal. Para aumentar as receitas é necessária uma Reforma Tributária que melhore a capacidade arrecadadora e, para reduzir as despesas, uma Reforma Administrativa que diminua despesas de custeio. A Reforma da Previdência ajudaria tanto na redução do custo quanto no aumento da receita.

De acordo com a teoria Keynesiana, o governo de um país, em vez de procurar o equilíbrio no orçamento, deveria praticar uma política fiscal de elevação dos gastos públicos e/ou redução de impostos, mesmo que incorrendo em déficits orçamentários. É denominada política expansionista da demanda e da produção.

2.2 Política Cambial

Instrumento da política de relações comerciais e financeiras entre um país e o conjunto dos demais países, está fundamentalmente baseada na administração da taxa de câmbio e no controle das operações cambiais. A atuação do Governo sobre essa taxa, com mecanismos que podem valorizá-la ou desvalorizá-la, afeta diretamente as exportações, importações e o movimento internacional de câmbio financeiro.

A política cambial deve ser cuidadosamente administrada no que tange ao seu impacto sobre a política monetária. O desempenho muito forte nas exportações gera um efeito monetário pelo ingresso de divisas, a conversão da moeda estrangeira para reais implica na expansão da emissão de moeda que é fato gerador de inflação. A oferta monetária via câmbio, por exportações ou por captações externas, prejudica o controle dos juros aumentando o custo do governo, que se obriga a aumentar a dívida pública mobiliária para enxugar a moeda que entra em circulação. A remuneração dos dólares em reservas internacionais é menor do que remuneração paga internamente nos títulos federais. Uma boa política cambial deve permitir um elevado fluxo de moedas com o exterior nos dois sentidos.

2.3 Política de Rendas

É a política que o governo exerce estabelecendo controles diretos sobre a remuneração dos fatores diretos de produção envolvidos na economia, tais como salários, depreciações, lucros, dividendos e preços dos produtos intermediários e finais. Os principais objetivos dessa política são: propiciar ganhos de poder aquisitivo aos salários, no caso de controle de outros preços; redistribuir a renda; garantir a renda mínima a determinados setores ou classes sociais; reduzir o nível das tensões inflacionárias, visando a estabilidade dos preços.

2.4 Política Monetária

Conjunto de medidas adotadas pelo governo visando adequar os meios de pagamentos disponíveis às necessidades da economia do país. Uma das principais funções da política monetária é o controle da oferta de moeda e das taxas de juros, a fim de que sejam atingidos os objetivos da política econômica do governo. A atuação do governo procura regular a moeda circulante no mercado financeiro, o que ocasiona reflexos nas taxas de juros.

Ao governo interessa ter instrumentos capazes de interferir no mercado financeiro, dada a importância desse mercado perante o setor produtivo da economia. A taxa de juros tem papel fundamental na realocação de recursos entre os agentes econômicos, assim, quando ocorrem flutuações imprevisíveis da taxa de juros o governo utiliza instrumentos para manter essas flutuações dentro de uma faixa de previsibilidade que não provoque sérias distorções ao setor produtivo, seguindo uma programação monetária prévia.

A política monetária pode recorrer a diversas técnicas de intervenção, controlando a taxa de juros pela alteração nos critérios e nas taxas cobradas em operações de redesconto do Banco Central, regulando as operações de Mercado Aberto (Open Market), alterando os percentuais de exigibilidade em Depósitos Compulsórios. Em relação ao crédito podem ser adotadas medidas restritivas ou práticas seletivas. As restritivas consistem na fixação de limites de crédito bancário e na redução dos prazos de pagamento dos empréstimos. As práticas seletivas visam sobretudo direcionar o crédito para atividades mais rentáveis e produtivas da economia.

No Brasil, como na maioria de outros países, o Banco Central é o órgão responsável pela execução das políticas monetária e cambial do País, bem como pela regulação e fiscalização do SFN. O primeiro conjunto de atribuições é o de um banco central clássico, objetivando a estabilidade interna e externa da moeda. Já as funções de órgão supervisor, nem sempre a cargo do banco central em outros países, objetivam manter a estabilidade e solvência do sistema financeiro.

A independência do banco central, em discussão atualmente no Congresso, significa dar a ele autonomia plena na execução da política monetária, sem a interferência política do governo. A suposta necessidade dessa independência é um forte argumento a favor da exclusão da atividade de supervisão bancária do elenco de atribuições de uma autoridade monetária. Em maior ou menor grau, este argumento de proteção ao “guardião da moeda” vem historicamente explicando a opção política de muitos países em retirar do banco central a função de supervisão bancária, transferindo-a para outro órgão do governo. Fica o banco central com foco na Política Monetária do país.

3 MERCADO MONETÁRIO

3.1 Funções da Moeda

Um dos aspectos importantes da moeda é que, sendo um ativo, uma forma de aplicação dos recursos dos indivíduos, é um bem que possui o seu próprio mercado, oferta, demanda e preço. Ela também pode ser descrita como um conjunto de bens financeiros (papel-moeda, depósito bancário, cheque de viagem, etc.) com a característica especial de poder ser utilizado para transações entre outros bens, permitindo ao seu detentor maior poder de decisão sobre seus recursos com relação ao espaço e tempo. Seu uso generalizado gerou consenso a respeito das funções que a moeda deve exercer: como intermediário de trocas, unidade de conta ou medida de valor e como reserva de valor.

A função de *intermediário de trocas* permite a superação da economia de escambo e a passagem para a economia monetária. Essa característica dá à moeda a condição de funcionar como intermediário prático para as transações econômicas, facilitando a aquisição de bens entre os agentes. É a função por excelência da moeda, permite que se realizem trocas indiretas entre bens e serviços, ou seja, que haja separação entre a compra e a venda. A moeda suprime a exigência de dupla coincidência de desejos.

A utilização generalizada da moeda implica a criação de uma *unidade de medida*, à qual são convertidos os valores de todos os bens e serviços disponíveis. A moeda serve como denominador comum, pois todos os bens e serviços podem ser expressos em relação a ela. Em decorrência dessa função da moeda, torna-se

possível realizar a contabilização da atividade econômica como a contabilidade, cálculos de agregados de produção, consumo, poupança, investimento e outros fluxos econômicos.

A terceira função exercida pela moeda é a que decorre da particularidade de servir como *reserva de valor*, desde o momento em que é recebida até o instante em que é gasta por seu detentor. O indivíduo recebe a moeda por uma transação, não precisa gastá-la, pode guardá-la para uso posterior, isto significa que ela serve como reserva de valor. Para que bem cumpra esse papel, é necessário que tenha valor estável, de forma que quem a possui tenha idéia precisa do quanto pode obter em troca. Se a economia estiver num processo inflacionário, o valor da moeda vai se deteriorando, fazendo com que essa função não se cumpra.

3.2 Multiplicador Bancário - Criação e Destruição da Moeda

O processo de criação de moeda pelos bancos comerciais ocorre pela multiplicação dos depósitos à vista por eles recebido (moeda escritural). O banco capta depósitos em dinheiro do público para o manter em segurança e disponível para saques do depositante, assim a moeda originalmente injetada pelo Banco Central tende a transformar-se em depósitos bancários. Se o banco não aplicar esse dinheiro depositado, se diz que as reservas monetárias desse banco são na ordem de 100% do valor depositado.

Sendo altamente improvável que, em condições normais, todos os depositantes saquem os seus recursos ao mesmo tempo. Assegurando a manutenção de reservas que permitam honrar os saques diários (apurada estatisticamente com base em dados históricos), o banco passa a conceder empréstimos baseados nos depósitos captados. Os empréstimos normalmente retornam ao sistema bancário em forma de novos depósitos, que geram novos empréstimos, que geram novos depósitos e assim sucessivamente. Ou seja, o total de oferta monetária aumenta. Naturalmente, se houvesse uma corrida ao banco, não haveria fundo suficiente, de imediato, para atender a todos, o que obrigaria o banco a fazer desaplicações ou a recorrer também a empréstimos.

Como os bancos têm necessidade de manter certa quantidade de recursos, na forma de um percentual sobre os depósitos e que chamamos de encaixe, destinado para honrar os saques diários, surge aí um limitador na capacidade de criação de moeda pelos bancos. Além disso, visando administrar a oferta de moeda na economia, principalmente quando se busca a redução dessa oferta, o Banco Central adota o mecanismo chamado Depósito Compulsório. Por meio dos depósitos compulsórios os bancos são obrigados a depositar no Banco Central uma percentagem de seus depósitos, reduzindo a capacidade de os bancos criarem moeda.

Exemplo:

Vamos supor que o Banco Central emita \$ 1.000,00 em moedas e as coloque em circulação, e que o público deposite toda essa quantia em bancos.

Consideraremos neste exemplo um encaixe necessário para garantir os saques na ordem de 10% e que o depósito compulsório estipulado pelo Banco Central seja também de 10%.

Desta forma, restaria para empréstimos, 80% do saldo dos depósitos captados.

O processo depósito/empréstimos dar-se-ia de acordo com a seguinte tabela:

Etapas	Depósitos à vista	Encaixe (10%)	Compulsório (10%)	Empréstimos concedidos (80%)
primeira	1.000,00	100,00	100,00	800,00
segunda	800,00	80,00	80,00	640,00
terceira	640,00	64,00	64,00	512,00
quarta	512,00	51,20	51,20	409,60

...				
...				
Final	5.000,00			

Na tabela, o valor final dos depósitos à vista é obtido pela soma de uma progressão geométrica onde o primeiro termo é \$ 1.000,00 e a razão é 0,80. Denominamos r o percentual destinado à concessão de novos empréstimos, neste caso 80%. Desta forma, o multiplicador bancário m pode ser obtido pela seguinte expressão:

$$m = \frac{1}{1 - r}$$

Em nosso exemplo, $r = 0,80$. Portanto, $m = 5$, ou seja, os depósitos iniciais no valor de \$ 1.000,00 multiplicados por 5 resultam em \$ 5.000,00, conforme apurado na tabela.

O termo $(1 - r)$ equivale à soma dos percentuais retidos sob as formas de encaixe técnico e a título de depósitos compulsórios. Portanto, podemos simplificar a fórmula da seguinte maneira:

$$m = \frac{1}{e + d}$$

m = multiplicador bancário
 e = encaixe técnico
 d = compulsório

Se o governo tiver a intenção de diminuir a liquidez na economia, pode atuar sobre a capacidade de criação de moeda pelos bancos, elevando o percentual de depósitos compulsórios. Se o interesse for o de injetar recursos na economia, basta reduzir o percentual de depósitos compulsórios. No exemplo, alterando a taxa do compulsório para 40%, o multiplicador m seria 2. Se não houvesse compulsório (0%), o multiplicador m passaria para 10.

3.3 Meios de Pagamento

A teoria tradicional considera como meios de pagamento na economia o papel-moeda em poder do público mais os depósitos à vista nos bancos comerciais, aquele dinheiro que os depositantes sacam a qualquer momento. A soma nos dá o conceito de M1 (M1 = papel-moeda em poder do público + depósitos à vista). Hoje denominamos Meios de Pagamento Restritos.

O Banco Central reformulou conceitual e metodologicamente os Meios de Pagamento Ampliados oficiais do Brasil, tendo por base o Padrão Especial de Disseminação de Dados (PEDD) e as tendências internacionais na área. A metodologia foi implantada a partir do levantamento dos saldos nacionais de julho de 2001.

Os novos conceitos de meios de pagamentos ampliados representam mudança de critério de ordenamento de seus componentes, que deixaram de seguir o grau de liquidez, passando a definir os agregados por seus sistemas emissores. Nesse sentido, o M1 é gerado pelas instituições emissoras de haveres estritamente monetários, o M2 corresponde ao M1 e às demais emissões de alta liquidez realizadas primariamente no mercado interno por instituições depositárias (as que realizam a multiplicação do crédito). O M3, por sua vez, é composto pelo M2 e captações internas por intermédio dos fundos de renda fixa e das carteiras de títulos registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC. O M4 engloba o M3 e os títulos públicos de alta liquidez.

3.3.1 Conceitos Atuais de Meios de Pagamento

a) Meios de pagamento restritos:

- M1 = papel-moeda em poder do público + depósitos à vista

b) Meios de pagamento ampliados:

- M2 = M1 + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias
- M3 = M2 + quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas registradas no SELIC

c) Poupança Financeira

- M4 = M3 + títulos públicos de alta liquidez

Mesmo com as inovações implementadas, é necessário atentar para o fato de que os conceitos mais restritos de meios de pagamento tendem a subestimar todos os recursos disponíveis para liquidação de transações, enquanto os conceitos mais amplos, além de poder deixar alguns desses recursos à margem, não mensuram adequadamente os ativos financeiros que estariam funcionando como quase-moeda. Essa situação decorre da intensificação das inovações financeiras, como a disseminação dos cartões de crédito e de débito, dos caixas eletrônicos, das transações pela internet e outras formas de pagamento e aplicações financeiras automatizadas.

Em conceitos ampliados, não tem sido possível segregar adequadamente os instrumentos que estariam sendo utilizados apenas como poupança financeira, dada a elevada liquidez de todos os ativos financeiros, que adquirem o caráter de quase-moeda a critério do seu detentor. Em consequência, os formuladores e analistas da política econômica têm relegado os agregados monetários a uma posição secundária.

Quadro 3 - Meios de Pagamento (M1 e M2)

Período	M1 R\$ milhões			M2 R\$ milhões			Total R\$ milhões		
	R\$ milhões	Variação percentual		Depósito de poupança	Títulos privados	R\$ milhões	Variação percentual		
		No mês	Em 12 meses				No mês	Em 12 meses	
2001 Dez	83 707	19,2	12,6	120 030	117 875	321 612	6,5	13,3	
2002 Jan	74 672	-10,8	12,2	120 036	119 810	314 519	-2,2	13,8	
Fev	73 939	-1,0	8,2	120 501	121 749	316 189	0,5	13,0	
Mar	73 216	-1,0	10,9	120 787	129 972	323 975	2,5	16,4	
Abr	74 761	2,1	13,6	120 419	127 488	322 668	-0,4	15,4	
Mai	73 787	-1,3	12,7	120 909	129 846	324 542	0,6	14,5	
Jun	79 667	8,0	20,0	126 974	135 389	342 029	5,4	18,3	
Jul	82 771	3,9	22,9	131 993	138 747	353 511	3,4	21,7	
Ago	85 510	3,3	26,5	136 872	146 820	369 202	4,4	24,9	
Set	88 177	3,1	28,8	138 716	149 001	375 894	1,8	26,7	
Out	88 821	0,7	31,5	139 522	153 843	382 187	1,7	29,2	
Nov	91 947	3,5	30,9	140 305	153 358	385 610	0,9	27,7	
Dez	108 255	17,7	29,3	141 010	148 870	398 135	3,2	23,8	

Fonte: BACEN

Quadro 4 - Meios de Pagamento (M3 e M4)

Período	M3 R\$ milhões				M4 R\$ milhões					
	Quotas de fundos de renda fixa	Op.compromissadas com títulos federais	Total		Títulos federais (Selic)	Títulos estaduais e municipais	Total			
			R\$ milhões	Variação percentual No mês Em 12 meses			R\$ milhões	Variação percentual No mês Em 12 meses		
2001 Dez	285 329	18 115	625 057	1,7	12,3	128 569	2 555	756 181	-0,2	16,0

2002 Jan	295 977	15 352	625 847	0,1	11,2	129 868	2 608	758 323	0,3	15,4
Fev	299 410	12 939	628 537	0,4	10,2	126 786	2 630	757 953	0,0	13,7
Mar	299 076	15 964	639 016	1,7	11,9	120 158	2 679	761 853	0,5	12,9
Abr	303 479	12 483	638 630	-0,1	11,3	123 443	2 636	764 710	0,4	12,5
Mai	302 490	11 240	638 272	-0,1	9,7	123 863	2 548	764 683	0,0	10,9
Jun	285 348	11 137	638 515	0,0	8,1	128 269	2 795	769 578	0,6	11,0
Jul	276 541	10 800	640 851	0,4	6,6	127 695	2 839	771 385	0,2	7,6
Ago	267 922	11 526	648 651	1,2	6,9	113 802	2 881	765 333	-0,8	4,7
Set	272 009	10 714	658 618	1,5	7,9	115 982	2 130	776 730	1,5	4,0
Out	272 107	11 663	665 956	1,1	8,7	118 299	1 896	786 151	1,2	4,7
Nov	276 765	13 009	675 384	1,4	9,9	118 909	1 922	796 215	1,3	5,1
Dez	281 181	11 205	690 522	2,2	10,5	116 802	1 971	809 294	1,6	7,0

Fonte: BACEN

3.4 Instrumentos da Política Monetária

A política monetária intervém na sociedade para controlar as variáveis monetárias: moeda, crédito e taxa de juros. Essas variáveis são controladas pelo governo por meio dos instrumentos monetários à disposição do governo, os principais instrumentos são: *depósitos compulsórios, taxa de redesconto e as operações de Open Market ou mercado aberto.*

3.4.1 Depósito Compulsório

Este instrumento de controle chamado Depósito Compulsório é um mecanismo que representa o recolhimento de parte do capital captado pelas instituições financeiras aos cofres do BACEN, esterilizando a moeda, inibindo o poder de multiplicação da moeda bancária. Com a fixação de um percentual de compulsório o Banco Central obrigará a instituição financeira a não emprestar integralmente os recursos captados. Assim, somente uma parcela retornará para o mercado financeiro, seja na forma de depósitos à vista ou a prazo. O banco, antes de fazer um novo empréstimo, terá que recolher o valor correspondente ao compulsório para então repassar o valor residual novamente ao mercado, dando continuidade ao ciclo.

O excesso de liquidez bancária sofreu um substancial aumento ao longo de 2002 devido a uma série de fatores como os resgates líquidos de títulos públicos federais e a rolagem da dívida cambial por intermédio de *swaps* “solteiros” (sem vínculo com títulos públicos) a partir de maio. Em consequência, a posição de liquidez bancária esterilizada diariamente pela mesa de mercado aberto do Banco Central aumentou continuamente durante o ano, passando de uma situação de necessidade de injeção de liquidez de R\$ 18,7 bilhões no início do ano para um excesso de liquidez de R\$ 64,1 bilhões no fechamento do ano e R\$ 80,7 bilhões no fim de janeiro de 2003.

Utilizando esse instrumento de controle, o Banco Central alterou em diversas ocasiões a regulamentação dos recolhimentos compulsórios e dos encaixes obrigatórios sobre recursos bancários, de forma a neutralizar o excesso de liquidez bancária. O total de depósitos compulsórios no Banco Central aumentou de R\$ 63,2 bilhões no final de 2001 para R\$ 123,1 bilhões em dezembro de 2002. No dia 19 de fevereiro, o BACEN elevou a alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista de 45% para 60%.

As alíquotas do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo e de poupança também foram alteradas em 2002, e foi instituída exigibilidade adicional sobre os recursos à vista, a prazo e de depósitos de poupança. O cumprimento da exigibilidade é feito mediante a vinculação de títulos públicos federais no Selic.

Quadro 5 - Principais Aspectos da Regulamentação Sobre Recolhimentos Compulsórios

Tipo	Base de Cálculo	Alíquota	Período de Cálculo	Cumprimento da exigibilidade
Recursos à Vista	Média diária, deduzida em R\$ 44 milhões:	60%	duas semanas consecutivas, com	da 4ª da segunda semana do

	Depósitos à vista; Depósitos de Aviso Prévio. Recursos em Trânsito de Terceiros; Cobrança e Arrecadação de Tributos e Assemelhados; Cheques Administrativos; Contratos de Assunção de Obrigações - Vinculados a Operações no país Obrigações por Prestação de Serviço de Pagamento. Recursos de Garantias Realizadas.		início na 2 ^a da primeira semana e término na 6 ^a da segunda semana.	período de cálculo até 3 ^a da semana subsequente.
Recursos a Prazo	Média diária das rubricas, deduzida de R\$ 30 milhões: Depósitos a Prazo Recursos de Aceites Cambiais Cédulas Pignoratícias de Debêntures Títulos de Emissão Própria Contratos de Assunção de Obrigações - Vinculadas a Operações c/ exterior	15%	de 2 ^a a 6 ^a	da 6 ^a subsequente ao período de cálculo até a 5 ^a seguinte
Depósitos Judiciais	Saldo de balancete da rubrica: Depósitos Judiciais com remuneração A exigibilidade corresponde à soma das parcelas, limitada a 60% do saldo de balancete a que se referir a posição: I - Valor recolhido em 15.6.1994, atualizado pela TR do dia 15, acrescida de 0,5% am; II - 100% do acréscimo sobre o saldo de balancete existente em 30.6.1994.	Margem , limitado a 60% do saldo	mensal	1 mês com início no dia 15 do mês seguinte ao de referência
Poupança - Encaixe	Média diária das rubricas: Depósitos de Poupança APE- Recursos de Associados Poupadores Até 60% da exigibilidade da Poupança Rural podem ser cumpridos com aplicações de que trata o inciso II do art. 1 ^o da Res. 2971/2002.	20%	de 2 ^a a 6 ^a	da segunda 2 ^a subsequente ao período de cálculo até a 6 ^a seguinte
Exigibilidade Adicional Sobre Recursos à Vista, Recursos a Prazo e Depósitos de Poupança	Soma, deduzida em R\$ 100 milhões, das seguintes parcelas após aplicação das alíquotas: Média do VSR dos recursos à vista Média do VSR dos recursos de poupança Média do VSR dos recursos a prazo	8% 10% 8%	de 2 ^a a 6 ^a	da segunda 2 ^a subsequente ao período de cálculo até a 6 ^a seguinte

Fonte: FOCUS/BACEN

3.4.2 Linha de Redesconto

Outro instrumento da política monetária utilizado pelo governo é a linha de redesconto, onde, de acordo com os seus objetivos, promoverá o aumento/redução do volume financeiro destinado a esta linha de socorro ou então a elevação/redução do custo financeiro, fazendo com que as instituições financeiras mais dependentes desta linha atuem de uma maneira menos agressiva, reduzindo, portanto, o grau de descasamento ou desequilíbrio de seus caixas.

É uma assistência de liquidez nos momentos em que determinado banco não consegue resolver seus problemas de caixa com captação junto ao público nem via mercado interbancário. As operações de Redesconto são concedidas, a exclusivo critério do Banco Central, por solicitação da instituição financeira interessada. As operações de redesconto podem ser:

1. intradia, destinadas a atender necessidades de liquidez de instituição financeira, ao longo do dia;
2. de um dia útil, destinadas a satisfazer necessidades de liquidez decorrentes de descasamento de curtíssimo prazo no fluxo de caixa de instituição financeira;
3. de até quinze dias úteis, podendo ser recontratadas desde que o prazo total não ultrapasse quarenta e cinco dias úteis, destinadas a satisfazer necessidades de liquidez provocadas pelo descasamento de curto prazo no fluxo de caixa de instituição financeira e que não caracterizem desequilíbrio estrutural;
4. de até noventa dias corridos, podendo ser recontratadas desde que o prazo total não ultrapasse cento e oitenta dias corridos, destinadas a viabilizar o ajuste patrimonial de instituição financeira com desequilíbrio estrutural.

O redesconto contempla títulos e valores mobiliários e direitos creditórios descontados integrantes do ativo da instituição financeira interessada, sendo a taxa de redesconto variável em função dos ativos e estabelecida, segundo critérios próprios do BACEN, levando-se em conta, dentre outros fatores, o valor presente, o valor de mercado, o risco de crédito, o prazo de vencimento, a liquidez e a volatilidade do preço de cada ativo.

3.4.3 Mercado Aberto (Open Market)

O Brasil, como a maioria dos países que adotam um regime de metas para a inflação, utiliza a taxa de juros básica como principal instrumento na condução da política monetária. A meta para a taxa Selic é definida mensalmente pelo Comitê de Política Monetária - Copom. Cabe ao Departamento de Operações do Mercado Aberto - Demab manter a taxa Selic próxima à meta estabelecida pelo Comitê, através das operações de mercado aberto.

Na prática, o Banco Central realiza operações compromissadas (compra de títulos públicos com compromisso de revenda ou venda de títulos públicos com compromisso de recompra) de curto prazo, a maioria das vezes por um dia. Essas também são conhecidas como *repos (repurchase agreements)*.

Operacionalmente, a mesa de operações efetua leilões informais, de forma geral em sistema eletrônico, dos quais participam todos os 22 *dealers* primários selecionados duas vezes ao ano dentre as instituições mais ativas do sistema financeiro. Os *dealers* intermedeiam o relacionamento do Banco Central com o restante do mercado, e são escolhidos através de critérios de performance, incluindo o desempenho de cada instituição nos mercados primários e secundários de títulos públicos, no mercado de operações compromissadas e seu relacionamento com o Banco Central.

Quadro 6 – Dealers Credenciados pelo Banco Central

INSTITUIÇÕES CREDENCIADAS A OPERAR COM O DEMAB	
Nome da Instituição	Período: 08/10/2002 a
BANCO ABN AMRO REAL S.A.	
BANCO BBA CREDITANSTALT S.A.	
BANCO BRADESCO S.A.	
BANCO CITIBANK S.A.	
BANCO DE INVESTIMENTO CREDIT SUISSE FIRST BOSTON GARANTIA S.A.	
BANCO DO BRASIL S.A.	
BANCO FIBRA S.A.	
BANCO ITAÚ S.A.	
BANCO J.P. MORGAN S.A.	
BANCO NOSSA CAIXA S.A.	
BANCO PACTUAL S.A.	
BANCO PROSPER S.A.	
BANCO SAFRA S.A.	
BANCO SANTANDER BRASIL S.A.	

BANCO SUDAMERIS BRASIL S.A.
BANCO VOTORANTIM S.A.
BANKBOSTON BANCO MÚLTIPLO S.A.
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL
HSBC BANK BRASIL S.A.
LLOYDS TSB BANK PLC
PEBB - CORRETORA DE VALORES LTDA.
UNIBANCO - UNIÃO DE BANCOS BRASILEIROS S.A.

Fonte: BACEN

A periodicidade dos leilões depende das condições diárias de liquidez e/ou de decisões de política monetária, podendo ser doadores ou tomadores. De acordo com a necessidade, podem ocorrer vários leilões em um mesmo dia. O Banco Central, com base no contato com seus *dealers* e na avaliação do cenário macroeconômico e nas condições do mercado, decide o montante a ser leiloado e os prazos. De forma geral, são realizados diversos leilões, sendo a estratégia de rolagem iniciada uma ou duas semanas antes do vencimento dos *swaps* ou dos títulos indexados à variação cambial (NBCE ou NTN-D). Em última instância, a decisão é da Diretoria do Banco Central, a quem cabe definir qualquer alteração da política implementada.

A divulgação dos leilões do Banco Central e do Tesouro é feita através de Comunicado BACEN e Portaria STN – Secretaria do Tesouro Nacional, respectivamente, tornando públicas as condições específicas de cada leilão (características do título, data e hora limite para a apresentação das propostas, data e hora da divulgação do resultado do leilão, data da emissão, liquidação financeira e vencimento dos títulos, critério de seleção das propostas, sistema eletrônico a ser utilizado, etc.).

O acompanhamento da liquidez no mercado de reservas bancárias é realizado de duas formas. Primeiro, o BACEN realiza previsão, diária e mensal, dos principais fatores condicionantes da base monetária que provocam oscilações no mercado de reservas bancárias. Os mais importantes são os saques ou depósitos de moeda manual, as receitas e despesas da União (a conta única do Tesouro está no BC), os recolhimentos compulsórios em moeda, as emissões e resgates de títulos públicos, e as operações de compra e venda de dólares contratadas pela mesa de câmbio do Banco Central. Segundo, a mesa de operações do BACEN acompanha diariamente o estado de liquidez bancária junto a 52 instituições financeiras.

3.5 Mercado de Títulos Públicos

A lei 4595, de 31.12.1964, outorgou ao Banco Central a atribuição de efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais, como instrumento de política monetária, no jargão econômico, conhecidas como operações de mercado aberto. Paralelamente coube a ele a tarefa de executar as diretrizes traçadas pelo Conselho Monetário Nacional - CMN. Em consequência, a evolução do mercado aberto se confunde no Brasil, a partir daquele momento, com a evolução do mercado de títulos públicos federais.

Nos primeiros anos de atividade do BACEN a condução da política monetária estava ancorada na concessão de empréstimos bancários por intermédio da sistemática de redesconto e na exigência de recolhimentos compulsórios. Posteriormente, à medida que o mercado de títulos públicos se consolidava, em espaço relativamente curto de tempo este instrumento passou a ser largamente utilizado nas intervenções que buscavam eliminar desequilíbrios de curto prazo no mercado de reservas bancárias.

O Banco Central foi por muito tempo responsável direto pela administração da dívida mobiliária interna do Governo Federal. Atualmente participa com a Secretaria do Tesouro Nacional - STN na gestão da dívida mobiliária federal e utiliza sua estrutura para a operacionalização das transações com títulos públicos junto aos agentes econômicos, aparentando sobreposição de objetivos das políticas monetária e fiscal. As vendas de títulos de emissão do Banco Centrais têm a finalidade de regular a base monetária, enxugar a liquidez, desmonetizar a economia, enquanto que os títulos de emissão do Tesouro Nacional buscam o financiamento/rolagem do déficit público, regular os desequilíbrios de caixa do Governo.

As vendas em nome da STN somente acontecem por ocasião da emissão dos títulos, uma vez que a Secretaria não mantém carteira de títulos. As vendas realizadas em nome do BACEN podem ter como objeto títulos previamente emitidos que eventualmente pertençam a sua carteira. Assim, quando os leilões de compra

são feitos por ordem da STN os títulos simplesmente deixam de existir mas, se a compra for de responsabilidade do Banco Central, os títulos adquiridos passam para sua carteira, podendo ser objeto de qualquer outra operação no futuro ou no mesmo dia.

O **mercado primário** compreende as ofertas públicas de venda em que a transferência de títulos para o comprador ocorre na própria data de emissão, bem como as ofertas públicas de compra em que os títulos são destruídos pelo emissor na mesma data em que são transferidos para sua custódia.

O **mercado secundário** compreende as demais operações com títulos públicos:

- a) sempre que não há participação do Banco Central ou do Tesouro Nacional;
- b) quando o Banco Central vende títulos de sua carteira;
- c) quando o BACEN compra títulos para sua carteira, exceto as feitas nos leilões de venda do Tesouro Nacional.

Os títulos públicos são registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia - Selic, administrado pelo Banco Central, ou na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos - Cetip. O Quadro 7 apresenta os principais títulos públicos federais que compõem a Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi, bem como suas características mais importantes.

O Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – **SELIC**, criado em 1979, destina-se ao registro de títulos e de depósitos interfinanceiros por meio de equipamento eletrônico de teleprocessamento, em contas gráficas abertas em nome de seus participantes, bem como ao processamento, utilizando-se o mesmo mecanismo, de operações de movimentação, resgate, ofertas públicas e respectivas liquidações financeiras.

A Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos – **CETIP**, criada em 1986, registra e custodia todos os Créditos Securitizados da União, da Dívida Agrícola (Lei nº 9.138, de 29/11/95), dos Títulos da Dívida Agrária – TDA e dos Certificados Financeiros do Tesouro – CFT. A CETIP é uma das maiores empresas de custódia e de liquidação financeira da América Latina e se constitui em um mercado de balcão organizado para registro e negociação de títulos e valores mobiliários de renda fixa.

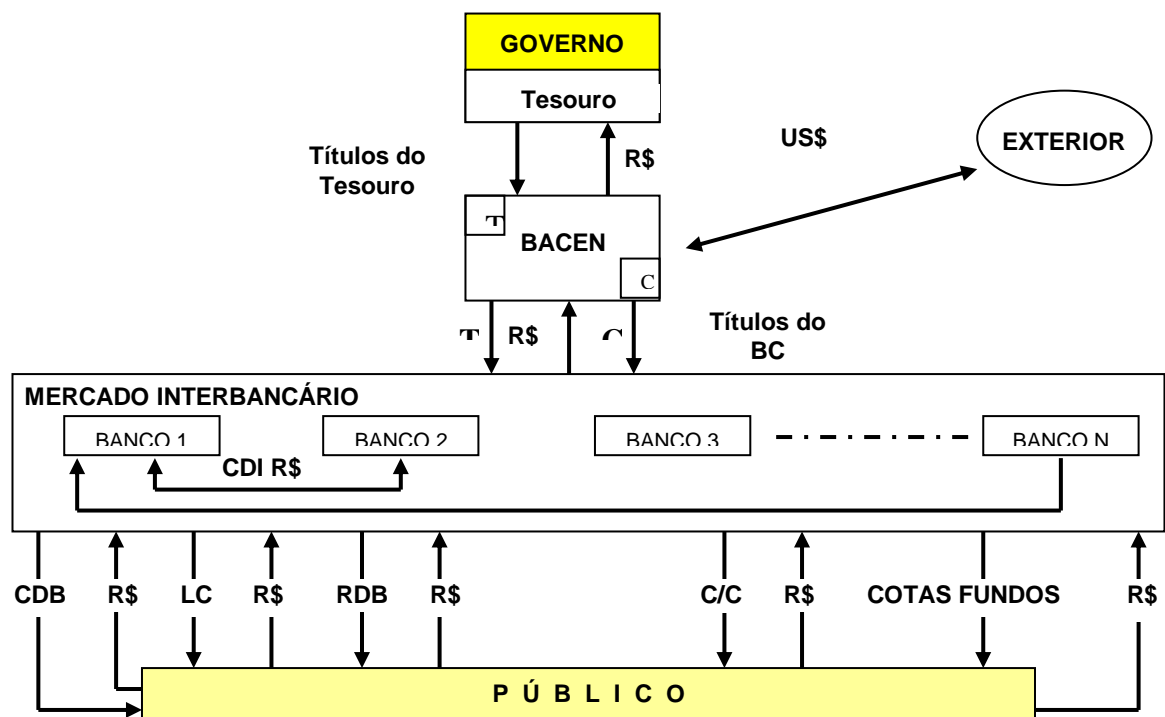
Quadro 7 – Característica dos Principais Títulos Públicos Federais

Ativo	Emissor	Objetivo	Rentabilidade	Registro
Letra do Tesouro Nacional (LTN)	STN	Cobertura de déficit orçamentário	Prefixada	Selic
Letra Financeira do Tesouro (LFT)	STN	Cobertura de déficit orçamentário	Pós-fixada (Taxa Selic)	Selic
Nota do Tesouro Nacional (NTN)	STN	Cobertura de déficit orçamentário	Pós-fixada (exceto NTN-F), com diversas séries com índice próprio (IGP-M, Dólar, TR, etc)	Selic
Certificado Financeiro do Tesouro (CFT)	STN	Realização de operações financeiras definidas em lei	Pós-fixada (exceto CFT-F), com diversas séries com índice próprio (IGP-M, Dólar, TR, etc)	Cetip
Certificado do Tesouro Nacional (CTN)	STN	Garantia do principal na novação de dívidas de mutuários do crédito agrícola junto às instituições financeiras	Pós-fixada (IGP-M)	Cetip
Certificado da Dívida Pública (CDP)	STN	Quitação de dívidas junto ao Instituto Nacional do Seguro Social – INSS	Pós-fixada (TR)	Cetip

Título da Dívida Agrária (TDA)	STN	Promoção da reforma agrária	Pós-fixada (TR)	Cetip
Dívida Securitizada	STN	Assunção e renegociação de dívidas da União ou por ela assumidas	Pós-fixada, com diversas séries com índice próprio (IGP-DI, Dólar e TR)	Cetip
Nota do Banco Central do Brasil - Série E (NBCE)	BCB	Política Monetária	Pós-fixada (Dólar)	Selic

Fonte: FOCUS/BACEN

Quadro 8 – Dinâmica do Mercado Financeiro Envolvendo Títulos Públicos



Fonte: Adaptado de Fortuna (1.999)

4 RENTABILIDADE, LIQUIDEZ E SEGURANÇA

A função administrativa que tem como objetivo a adequação das fontes e das aplicações dos recursos de uma empresa objetivando o lucro é chamada de Gestão Financeira. A maximização do lucro como medida de eficiência na gestão financeira da empresa é baseada na crença de que a busca do maior lucro que possa ser proporcionado por um ativo conduz a uma eficiente alocação dos recursos.

A política de maximização de lucros poderá trazer conseqüências graves se a busca de um resultado de curto prazo sacrificar a segurança de retorno do capital investido, podendo até inviabilizar a empresa no longo prazo. Por outro lado, cautela excessiva, segurança em demasia na alocação dos ativos pode reduzir a rentabilidade, porque ativos seguros tendem a oferecer menor remuneração por não necessitarem compensar o risco.

As opções existentes para qualquer tipo de investimento devem ser decompostas nos seus três fatores fundamentais: rentabilidade, liquidez e segurança. Este tripé sustenta os investimentos e devem ser sempre avaliados. Em condições normais, percebe-se que quanto maior a rentabilidade menor a liquidez, quanto maior a liquidez menor a segurança, quanto maior a segurança menor a rentabilidade e assim por diante.

Entendemos como **rentabilidade** o aumento da capacidade de consumo pelo seu adiamento, ou seja, é o grau de rendimento proporcionado por um investimento. **Liquidez**, a capacidade de consumir o mais rápido possível, ou seja, é a capacidade de transformar um investimento em dinheiro. E **segurança**, a certeza de poder consumir no futuro o retorno que se espera daquele investimento, ou seja, é a certeza de retorno do dinheiro aplicado.

O aumento da capacidade de consumo, que é a rentabilidade, se dá pela apreciação do capital ao longo do tempo, ou seja, ao final do horizonte de investimento

Existem dois momentos distintos no cálculo da rentabilidade. A rentabilidade calculada antes de realizado o investimento é a que o investidor espera que corra. A outra é a calculada depois de realizado o investimento e é a que realmente aconteceu ou está acontecendo. A rentabilidade calculada antes também é conhecida como rentabilidade esperada (ex antes), ou retorno esperado do investimento. A rentabilidade calculada depois do vencimento da aplicação ou da realização do ativo é conhecida como rentabilidade observada (ex post). Se a rentabilidade “ex antes” fosse sempre igual a “ex post”, o mundo financeiro seria muito simples, porém, em geral a esperada é diferente da observada. Segurança é justamente o quão próxima está a rentabilidade “ex post” da ex antes”.

A melhor forma de entender a segurança é através da análise do seu contrário, que é o risco.

5 RISCO

O risco está sempre presente na atividade humana. Quando os médicos realizam cirurgias ou diagnósticos, engenheiros projetam novas construções, pessoas iniciam negócios, o risco é um parceiro inevitável. Atravessar a rua pode ter como resultado um acidente. Tudo o que fazemos ou dizemos pode gerar uma consequência diferente daquela que imaginamos.

Embora lidemos diariamente com as mais variadas formas de risco, sua conceituação não é fácil. Isto pode estar relacionado com a dificuldade de estabelecermos a aversão ao risco, pois a atitude frente ao risco é diferente para cada pessoa. Situações de alto risco para um pode ser de risco aceitável para outros. As diferentes perspectivas, geradas por diferentes conjuntos de informações, é que estabelecerão o nível de risco para um evento. Explica-se assim, o fato de uma pessoa aplicar suas economias em bolsas de valores enquanto outra prefere a segurança de uma caderneta de poupança.

A variedade de posturas individuais em relação ao risco é que permite, muitas vezes, a realização de um grande volume de negócios, como veremos no estudo do Mercado de Derivativos.

Conceitos distintos são utilizados para risco e para incerteza, não podendo ser confundidos. Em Finanças podemos dizer que o **Risco** existe quando o tomador da decisão pode embasar-se em probabilidade para estimar diferentes resultados, de modo que a sua expectativa se fundamente em dados históricos. Ou seja, a decisão é tomada a partir de estimativas julgadas aceitáveis. A incerteza ocorre quando o tomador não dispõe de dados históricos acerca de um fato, o que poderá exigir que a decisão se faça de forma subjetiva, apenas pelo *feeling*.

A atuação do Administrador Financeiro deve procurar eliminar sempre a incerteza, ou seja, estimar a probabilidade de ocorrência do evento, saindo do conceito de incerteza e chegando ao conceito de risco. Como não há possibilidade de extinção do risco, cabe ao profissional de finanças aprender como administra-lo. Em toda e qualquer atividade em que a empresa atue existe um componente de risco que será maior ou menor dependendo de duas variáveis: primeiro, o impacto quantitativo que possa causar sobre os resultados ou receitas da empresa e, segundo, a probabilidade estatística de que esse fato ou impacto aconteça.

Gestão de Risco é tomar providências hoje, para garantir a sobrevivência do empreendimento no futuro caso ocorra um cenário improvável, porém possível. Para saber qual providência deve ser tomada, é necessário medir o risco.

De um modo geral, o risco total de um ativo é subdividido em uma parcela causada por eventos controláveis pela empresa e uma parcela causada por eventos não controláveis pela empresa, denominados riscos sistemáticos ou sistêmicos e riscos próprios.

Risco **Sistemático ou Sistêmico**, é aquele proveniente de mudanças no cenário macroeconômico, aqueles que os sistemas econômico, político e social, impõem em geral a todos os ativos e naturalmente à sua

taxa de retorno. Nesta categoria estão aqueles riscos que nenhum administrador ou investidor pode controlar ou evitar. O Risco **Não Sistemático ou Específico** consiste no risco intrínseco ao ativo e é gerado por fatores que atingem diretamente o ativo em estudo, ou no máximo um pequeno número de ativos, não atinge os demais. Esse tipo de risco é evitável, uma vez que a determinante é a escolha ou não dessa classe de investimento.

Incertezas sobre condições econômicas gerais, como PIB, taxa de juros ou inflação, são exemplos de risco sistêmico, pois afetam praticamente todas as empresas em algum nível. O anúncio da descoberta de um novo remédio para determinada doença por uma empresa afetará principalmente aquela empresa e seus competidores, não envolvendo outras, é, portanto, um evento não sistêmico.

5.1 Principais Tipos de Risco

5.1.1 Risco de Crédito

Risco de crédito está relacionado a possíveis perdas quando um dos contratantes não honra seus compromissos. As perdas aqui estão relacionadas aos recursos que não mais serão recebidos ou ao seu recebimento fora do prazo ou das condições pactuadas. De maneira geral o mercado tende a associar tamanho da instituição com sua capacidade de pagamento. Risco de crédito pode ser dividido em três grupos:

- a) Risco da Falta de Pagamento ou de Inadimplência - quando uma das partes em um contrato não pode mais honrar seus compromissos assumidos;
- b) Risco de Concentração de Crédito - possibilidade de perdas em função da não diversificação do crédito concedido a clientes;
- c) Risco Soberano ou Risco do País - quando existem restrições ao fluxo livre de capitais entre países, podem ser originários de golpes militares, novas políticas econômicas, resultados de novas eleições, etc., ou como no caso das moratórias de países latino-americanos.

5.1.2 Risco de Mercado

Risco de Mercado depende do comportamento do preço do ativo diante das condições de mercado. Para entender e medir possíveis perdas devido às flutuações do mercado é importante identificar e quantificar o mais corretamente possível as volatilidades e correlações dos fatores que impactam a dinâmica do preço do ativo. Risco de mercado pode ser dividido em quatro grandes áreas:

- a) risco do mercado acionário – possibilidade de perdas decorrentes de mudanças adversas nos preços de ações ou em seus derivativos;
- b) risco do mercado de câmbio – possibilidade de perdas devido a mudanças adversas na taxa de câmbio ou em seus derivativos;
- c) risco do mercado de juros – possibilidade de perdas no valor de mercado de uma carteira decorrentes de mudanças adversas nas taxas de juros ou seus derivativos;
- d) risco do mercado de commodities – possibilidade de perdas decorrentes de mudanças adversas nos preços de commodities e/ou em seus derivativos.

5.1.3 Risco Operacional

Risco operacional está relacionado a possíveis perdas como resultado de sistemas e/ou controles inadequados, falhas de processos internos, gerenciamento e erros humanos. O risco operacional pode ser dividido em três grandes áreas:

- a) Risco Organizacional – está relacionado com uma organização ineficiente, administração inconsistente e sem objetivos de longo prazo bem definidos, fluxo de informações internos e externos deficientes, responsabilidades mal definidas, acesso a informações internas por parte de concorrentes, etc.

- b) Risco de Operações – pode ser relacionado com problemas tecnológicos, equipamentos (telefonia, elétrico, computacional, etc.), processamento e armazenamento de dados, fluxo operacional inadequado, etc.
- c) Risco de Pessoal – pode estar relacionado com falhas humanas, como empregados não-qualificados, por exemplo, ou fraudes, do tipo adulteração de documentos, vazamento de informações privilegiadas, desvio de valores, entre outras.

5.1.4 Risco Legal

O risco legal pode estar associado a perdas oriundas de falta da definição técnica legal ou organização jurídica em alguma operação realizada. Pode ser com respeito a ausência de técnica jurídica na elaboração de contratos, expondo a organização excessivamente a uma contra parte ou levando ao fechamento de contratos sem garantias suficientes de execução. Pode estar relacionado ainda à inexistência de verificação sobre a legitimidade de contra partes ou autenticidade de documentos apresentados, etc.

5.1.5 Risco de Imagem

Risco de imagem está relacionado a perdas decorrentes de causas imateriais, gerando a possibilidade de perdas decorrentes de desgastes com a imagem da instituição junto ao mercado ou autoridades, em razão de publicidade negativa, de ações particulares ilegais ou irresponsáveis, que podem ser verdadeiras ou não.

5.2 Metodologias de Avaliação do Risco

Não existe muita uniformidade no cálculo do risco de instituições financeiras e de empresas. Em comum as metodologias para estimação do risco requerem conhecimentos sobre a mecânica dos mercados de interesse, alguma sofisticação matemática, e sistemas computacionais e de informações confiáveis. No caso de risco operacional e risco legal o problema de medir risco deve ser tratado em uma abordagem caso por caso.

De forma geral os Sistemas Bancários das principais nações desenvolvidas e em desenvolvimento se adaptaram as exigências do Comitê da Basileia e utilizam o cálculo e divulgação do **VAR - Valor Em Risco**, que é a perda máxima possível em um intervalo de tempo, calculada com um grau de confiança bem definido. Quantifica a exposição de uma carteira ou de uma instituição, ao risco do mercado.

No caso das empresas, também podemos pensar em condições de riscos em relação ao que pode ocorrer com elas, em um intervalo de tempo futuro, diferente das situações esperadas. Desta forma uma empresa pode ser vista como uma carteira de ativos e passivos que terão seus valores alterados ao longo do tempo e que apresentam variações em relação aos valores esperados, em função das variações que ocorram na economia, do macro setor e do segmento específico em que a empresa se insere; que é o mercado da empresa.

José Roberto Securato (FEA/USP), em recente artigo intitulado *Valor em Risco de uma Empresa com Base em Dados Contábeis* propõe uma definição do VAR de mercado da empresa; ou Valor em Risco de Mercado da empresa, que seria o valor da pior perda possível do patrimônio dentro de um intervalo de tempo e dado um intervalo de confiança estando o mercado da empresa, economia do país, macro setor e segmento específico, em condições que não apresentam expectativas de anormalidade.

Muitas instituições financeiras utilizam ainda modelos de **Teste de Stress** (*Stress Testing*) como ferramentas complementares para avaliação do risco de mercado. VaR e Stress passam a atuar conjuntamente, o primeiro refletindo o “risco do cotidiano” e o segundo o “risco numa situação de crise”. Apesar da parceria entre VaR e Stress ser bem aceita e difundida, a literatura sobre VaR sempre foi muito mais rica e ativa do que a sobre Stress.

O VaR tem atraído mais a atenção de acadêmicos por utilizar técnicas matemáticas e estatísticas. O modelo atualmente utilizado de Teste de Stress procura ser menos subjetivo e mais abrangente que o tradicional, sanando boa parte das deficiências que vinham sendo apontadas. Para fins didáticos, pode ser dividido em 4 etapas básicas: decomposição de todos os ativos em fatores de risco, determinação de um conjunto de cenários para cada fator de risco, determinação das regiões macroeconomicamente plausíveis e, cálculo do risco em cada região e escolha da pior delas.

Em outros estudos, para o risco de mercado e para o risco de crédito algumas metodologias já se encontram em uso, podem ser medidos das seguintes formas: Risco de Mercado Relativo, que é uma medida do “descolamento” dos rendimentos de uma carteira de investimentos em relação a um índice utilizado como *benchmark* (desvio padrão). E Risco de Mercado Absoluto, que mede as perdas de uma carteira de investimentos sem qualquer relação a índices de mercado.

São utilizadas outras medidas estatísticas de avaliação do risco, como: Medida de posição (média, mediana, moda); Medida de dispersão (Desvio padrão, variância, amplitude total, dispersão absoluta); Probabilidade (Estudo do risco); Regressão Linear Simples, Linear Múltipla, Logística e Análise Discriminante. Técnicas não lineares mais utilizadas são as Redes Neurais e Algoritmos Genéticos.

6 TAXAS DE JUROS DO MERCADO FINANCEIRO

No processo de intermediação financeira a taxa de juros representa uma das principais variáveis, pois define o preço do aluguel pelo uso do dinheiro nesse processo de troca. Alguns fatores interferem na formação da taxa de juros e interagem entre si de acordo com a dinâmica da economia. No **processo de formação da taxa de juros** como um todo três fatores se destacam e atuam de forma efetiva: a *política monetária* praticada pelo governo, a *posição de caixa das instituições* e o *custo futuro do dinheiro*. A conjugação dos três fatores atua de forma direta no processo.

6.1 Posição de Caixa das Instituições Financeiras

O fluxo de caixa das instituições financeiras é bastante dinâmico e está sujeito a sofrer constantes desequilíbrios ou descasamentos. Os principais são os descasamentos *monetários*, de *moeda* e de *prazo*.

O *descasamento monetário* envolve o repasse (empréstimo) de recursos inexistentes no momento da efetivação da operação, ou então a tomada de recursos (captação) sem a imediata aplicação. No momento em que a instituição capta recursos de um agente superavitário, a uma taxa de 26% a.a. por exemplo, firmou o compromisso de devolver esse recurso no prazo combinado, se não aplicar de imediato a uma taxa superior corre o risco de não conseguir a aplicação nessas condições por uma eventual oscilação na taxa de juros, tornando a aplicação deficitária.

Para evitar o *descasamento de moeda*, a instituição procura emprestar o recurso levando em consideração a moeda utilizada na captação desse recurso. Se capta no mercado externo em dólares, o ideal é que a aplicação seja feita através de uma linha indexada à moeda americana. A oscilação da moeda pode causar perdas ou ganhos, cujo risco será da instituição financeira.

O *descasamento de prazo* ocorre quando não há coincidência de prazo entre o capital captado e o capital emprestado. Esse desequilíbrio pode representar oportunidades de ganhos ou de perdas. A maior ou menor incidência no fluxo de caixa da instituição caracteriza uma gestão do caixa mais ou menos agressiva. A instituição financeira que tenha uma gerência conservadora do seu caixa vai procurar a zeragem diária para minimizar os riscos inerentes a um descasamento.

As principais formas de se buscar a zeragem do caixa são: a rede de agências da instituição, o mercado interfinanceiro ou interbancário e a linha de redesconto do Banco Central.

6.2 Taxas Referenciais do Mercado

No mercado financeiro brasileiro e internacional há inúmeras siglas de taxas referenciais que costumam dificultar a leitura e a compreensão de determinados assuntos. A seguir, um resumo dos conceitos das principais taxas referenciais.

- **TBF - Taxa Básica Financeira** - foi criada através de Medida Provisória e convertida na Lei nº 10.192, de 14.2.2001, correspondente à média ponderada das taxas de juros dos CDBs de 31 dias lançados pelas 30 maiores instituições financeiras, sendo as duas taxas extremas (a menor e a maior) expurgadas do cálculo. Ao contrário da TR, a TBF não está sujeita a redutor. Tem a exclusiva finalidade de balizar a atualização do valor das operações financeiras de prazo igual ou superior a 60 dias. Não tem relação com as operações em que o Bacen figura como uma das partes do negócio.

- **TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo** - fixada pelo Banco Central e aplicável às operações financeiras de longo prazo realizadas pelo BNDES, o que corresponde a aproximadamente 70% dos créditos totais do banco. Várias alterações já aconteceram na sua forma de cálculo, atualmente é calculada com base num somatório de meta de inflação, fixada pelo CMN, e um prêmio de risco, que incorpora taxas de juros real internacional e componente de risco Brasil com projeção de médio e longo prazos. Aplica-se aos depósitos do PIS/PASEP e outras aplicações como FINAME, FAT, etc.
- **TR - Taxa Referencial** - é uma taxa básica, criada no Governo Collor, com o propósito de estabelecer um patamar móvel (semelhante à Prime Rate, dos Estados Unidos, ou à LIBOR, do Reino Unido), para fundamentar as demais taxas de juros. Corresponde à **média móvel ponderada** das taxas de captação de CDBs, com prazos de 30 e 35 dias, praticadas pelas 20 principais instituições financeiras. Sua fórmula, determinada pelo Ministério da Fazenda, tem variado ligeiramente ao longo do tempo, especialmente devido a mudanças do coeficiente de redução que é introduzido na fórmula. Estranhamente, a variação da TR, que decorre tanto de modificações da inflação esperada quanto de alterações no custo básico do capital, tem sido usada como indexador financeiro.

6.3 Taxas de Mercado

As taxas de juros mais representativas da situação do mercado monetário (curtíssimo prazo), que influenciam toda estrutura de taxas do mercado financeiro (prazos curto, médio e longo), são as descritas a seguir:

- **TMS - Taxa Média Selic (Over/SELIC)** - É a taxa média de todas as operações efetuadas com títulos federais de um dia (*overnight*) do SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia, onde são realizadas as operações envolvendo títulos públicos federais. Tem como finalidade definir o custo do dinheiro *Open Market*. Atualmente é a taxa de referência dos juros no mercado financeiro.
- **CDI - Certificado de Depósito Interfinanceiro (Over/CDI)** - É a taxa referente às transações de um dia (*overnight*) realizadas com CDI - Certificados de Depósito Interbancário, através do CETIP - Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos, onde são registradas as transações envolvendo títulos privados. A taxa CDI é, portanto, a taxa que se aplica às transações financeiras de um dia lastreadas em tais títulos;
- **Taxa CDB** - A taxa dos Certificados de Depósitos Bancários (CDB) é a principal taxa de captação de recursos dos bancos comerciais, incidindo sobre depósitos de alto valor e de prazo fixo (30/60 dias). Influencia decisivamente as taxas dos empréstimos bancários.

6.4 Taxas de rentabilidade

Uma taxa de rentabilidade é baseada na variação de preços de um ativo financeiro em determinado período de tempo, geralmente de um mês. Corresponde à proporção “*r*” do incremento de valor ($P1 - P0$) para o valor aplicado ($P0$). Pode ser calculada pela seguinte fórmula: $r = [P1/P0] - 1$. Cada ativo comprado por um preço e vendido por outro tem uma taxa de rentabilidade. As taxas de rentabilidade são geralmente calculadas para os seguintes tipos de ativos financeiros:

6.4.1 taxas diárias

- a) dólar (variação da taxa de câmbio)
- b) ouro (variação do preço em bolsa)
- c) ibovespa (variação do índice BOVESPA)

6.4.2 taxas mensais

- d) poupança (taxa de rentabilidade)
- e) CDB (taxa de remuneração)
- f) fundos de investimento financeiros (variação da cotação)

A rentabilidade pode ser calculada em termos nominais ou reais. A rentabilidade nominal leva em conta apenas os preços de compra e venda do ativo no período. A rentabilidade real (RR) retira da rentabilidade

nominal (RN) a variação correspondente à taxa de inflação (Π) do período da transação, através da fórmula: $(1 + RR) = (1 + RN)/(1 + \Pi)$

6.5 Taxas de Empréstimos

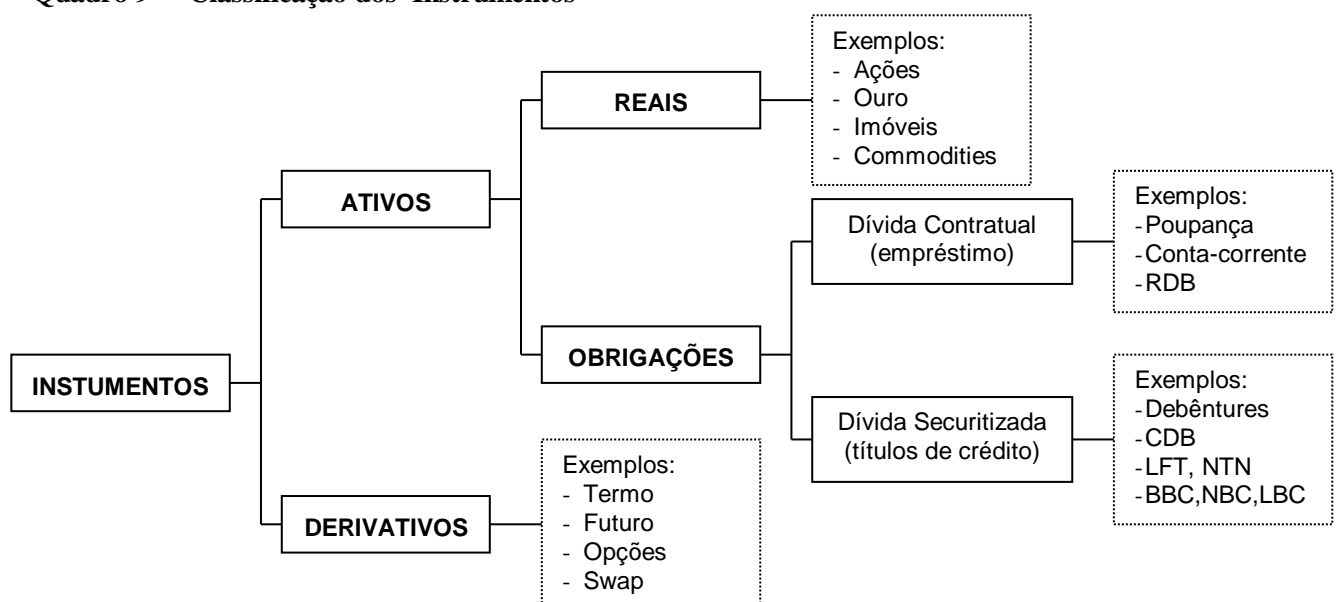
As taxas mais significativas do mercado de crédito, representativas das taxas de aplicação das instituições financeiras, são as seguintes:

- **Desconto de duplicatas:** Taxa aplicada aos empréstimos concedidos por desconto de duplicatas de empresas mediante contrato prévio determinando saldo médio, percentual de desconto (geralmente 80%) e débito automático de duplicatas vencidas e sem pagamento.
- **Capital de giro:** Taxa aplicada aos empréstimos para capital de giro garantido por contrato e emissão de nota promissória.
- **Cheque especial:** Taxa aplicada ao saldo devedor de conta de depósito, funcionando como empréstimo de emergência e de curto prazo. É acompanhada da cobrança de taxa de serviço por cheque pago sem cobertura.
- **Conta garantida:** Taxa aplicada ao saldo devedor de conta corrente garantida por ativo financeiro ou real.

7 CLASSIFICAÇÃO DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Os meios empregados para se alcançar o objetivo de investir são chamados de *instrumentos financeiros*. O investimento pode ser feito por meio do instrumento chamado caderneta de poupança, ação da Cia Vale do Rio Doce ou fundo de investimento, entre outras modalidades existentes. Todos os ativos e modalidades operacionais existentes são instrumentos, porém, *somente os ativos ou modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro são instrumentos financeiros*. Os instrumentos financeiros são emitidos ou intermediados por uma instituição financeira, estando assim, sob a fiscalização das instituições do subsistema normativo do SFN.

Quadro 9 – Classificação dos Instrumentos



Fonte: Adaptado de B. Brasil, Consultoria Investimentos Financeiros (1.999)

7.1 Ativos Reais

Reais, de ativos reais, vem do latim *rês*, que significa bens, propriedades, coisas concretas. Ativos reais são a propriedade de coisas concretas. Quando o investidor faz investimentos nesses ativos, só recebe o seu dinheiro de volta quando vender para alguém aquilo que comprou, assim, para consumir a poupança que foi aplicada no investimento em ativos reais, o aplicador fica na dependência de alguém comprar dele aquele bem. Ninguém tem a obrigação de transformar aquele ativo em dinheiro para o investidor em nenhum momento. A rentabilidade de um ativo real é a diferença entre o preço de compra e o preço de venda do ativo.

Certos tipos de ativos reais podem proporcionar algumas rendas ao proprietário, como aluguéis no caso dos imóveis e os dividendos no caso das ações. Essas rendas também entram no cálculo da rentabilidade do investimento.

7.2 Obrigações - (Dívidas)

Emprestar é confiar a alguém certa soma de dinheiro para que faça uso dela durante certo tempo, restituindo-a depois ao dono. Enquanto não devolver, quem pegou emprestado tem uma dívida com quem o emprestou. Personaliza-se essa dívida por meio de documentos nos quais o tomador se obriga a devolver ao doador os recursos recebidos.

A dívida pode ser contratual ou dívida securitizada.

7.2.1 Dívida Contratual (Empréstimo)

Sempre que existe um empréstimo existe um contrato. Contrato é um acordo entre as partes que pode, para ficar bem claro, ser escrito com as condições combinadas e assinado pelas partes. Outras vezes não são escritos, como é o caso da feira onde compramos uma maçã, existe um acordo do feirante nos entregar a maçã no estado em que a examinamos na banca e de nós entregarmos o dinheiro a ele na quantidade indicada na tabela de preços. Este contrato não está escrito em nenhum lugar. Certamente, se o contrato for por escrito fica mais fácil cobrar sua execução no futuro, até mesmo junto à justiça.

Se o tomador de uma dívida contratual não pagar o empréstimo, ou houver divergência sobre as condições pactuadas, o credor terá que contratar um advogado e ingressar em juízo com um processo de conhecimento para que, depois de julgado favoravelmente, inicie um segundo processo, o de execução, para forçar o devedor ao cumprimento do acordo.

7.2.2 Dívida Securitizada (Título De Crédito)

Na dívida securitizada existe a emissão de um título de crédito. Securitizar é extrair de uma dívida um título de crédito. Título de crédito é um documento formal representativo de dívida líquida e certa e circulação desvinculada do negócio que o originou. A grande diferença é que o título de crédito não precisa do processo de conhecimento, o próprio título é executável. De posse do título de crédito o credor pode partir direto para o processo de execução, tornando muito mais fácil ter o dinheiro de volta.

Da mesma maneira que o credor da dívida contratual, o credor da dívida securitizada pode ter o seu dinheiro de volta de duas maneiras: vendendo a obrigação a um outro investidor ou esperando o resgate pelo devedor. Mas como o título de crédito representa uma dívida líquida e certa com circulação desvinculada do negócio que o originou, é muito mais fácil vender esse tipo de obrigação do que a anterior. Nos dois tipos é possível, só que no de dívida contratual quase não acontece, pois é muito complicado e incerto. No de dívida securitizada, basta a negociação do título de crédito. É muito mais simples e fácil de precificar.

8 SEGMENTAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO

Mercado	Prazos	Objetivos
---------	--------	-----------

Monetário	Curto e Curtíssimo	Controle de liquidez da economia Suprimento de capital monetário
Crédito	Curto/médio	Financiamento do consumo Capital de giro das empresas
Capitais	Curto/médio Indeterminado	Financiamento de capital fixo e Financiamentos especiais
Derivativos	Curto/médio	Hedge Especulação
Cambial	À vista Curto	Conversão de moeda Comércio internacional

9 MERCADO DE CAPITAIS

9.1 Introdução

A função primordial dos mercados financeiros é aproximar os dois agentes econômicos normalmente separados no mercado, o superavitário e o deficitário. Ao permitir que recursos sejam transferidos de pessoas que não têm oportunidades produtivas para investir para aquelas que as têm, esses mercados possibilitam um aproveitamento das oportunidades em toda a economia.

O mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, permite a diluição do risco de novos investimentos e promove uma democratização e socialização do capital. Permite a pulverização da participação na propriedade das empresas para os pequenos poupadores, seja diretamente, seja através de fundos mútuos ou, de maneira crescente nas economias mais modernas, através de fundos de previdência.

Além dos efeitos macroeconômicos na alocação de recursos, o mercado de capitais proporciona um aumento da eficiência microeconômica nas empresas. Quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, seja na forma de emissão de títulos de dívidas ou da abertura de capital, ela passa a partilhar seus riscos com um grande número de investidores. Necessariamente, ela se obriga a fornecer informações mais detalhadas sobre seu desempenho ao mercado. Os investidores passam a acompanhar os resultados, buscando identificar falhas e premiar acertos e, não raramente, oferecer idéias para melhorar o desempenho da empresa.

A gestão da empresa será premiada ou reprovada em função dos bons ou maus resultados. A empresa obriga-se a procurar alternativas que proporcionem os melhores retornos para os detentores de seu capital. Se isso não ocorre, o capital irá buscar outras alternativas, em outras empresas, com melhor retorno. O objetivo passa a ser o melhor resultado econômico e não interesses específicos de seus donos, de facções políticas ou de grupos específicos.

Quanto maior a participação de empresas de capital aberto na economia e quanto mais desenvolvido o mercado de capitais, maior será a quantidade de empresas buscando a maior eficiência possível para seu capital. Já as empresas ineficientes serão punidas, perdendo investidores e capital. Mesmo as empresas que não participem do mercado de capitais serão obrigadas a melhorar sua eficiência pelo efeito da concorrência das demais. A soma desses efeitos microeconômicos traduz-se em maior eficiência do capital em toda a economia.

A função de identificar as melhores e piores não é feita por simples investidores individuais. Com a institucionalização do mercado de capitais, os grandes compradores de títulos e ações são fundos de investimentos que atuam como intermediários e montam equipes técnicas capazes de obter informações e realizar análises sobre os negócios mais promissores e assim direcionar o capital para as melhores aplicações. Desenvolvem-se empresas e instituições especializadas em buscar dados, analisar e manter o mercado informado.

Quanto mais desenvolvida é uma economia, mais ativo é o seu mercado de capitais, o que se traduz em mais oportunidades para as pessoas, empresas e instituições aplicarem suas poupanças. Ao abrir seu capital, uma empresa busca uma fonte de captação de recursos financeiros permanentes. A plena abertura de capital acontece quando a empresa lança suas ações ao público, ou seja, emite ações e as negocia nas bolsas de valores. O adquirente da ação passa a ser também sócio da empresa, um acionista.

9.2 Companhia Aberta

Uma companhia é considerada aberta quando promove a colocação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão. São considerados valores mobiliários: ações, bônus de subscrição, debêntures, notas promissórias e partes beneficiárias para distribuição pública.

- **Ações:** títulos nominativos negociáveis que representam, para quem as possui, uma fração do capital social de uma empresa.
- **Bônus de subscrição:** títulos nominativos negociáveis que conferem ao seu proprietário o direito de subscrever ações do capital social da companhia emissora, nas condições previamente definidas.
- **Debêntures:** títulos nominativos negociáveis representativos de dívida de médio/longo prazos contraída pela companhia perante o credor, neste caso chamado debenturista.
- **Outros títulos:** notas promissórias e partes beneficiárias para distribuição pública com ampla divulgação.

As operações de abertura de capital precisam ter autorização da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, o órgão fiscalizador do mercado de capitais brasileiro, o qual também registra e autoriza a emissão dos valores mobiliários para distribuição pública. As companhias abertas devem atender a diversos requisitos, definidos na Lei das S.As. e nas regulamentações da CVM, com o objetivo de garantir a confiabilidade das informações e demonstrações financeiras divulgadas. O mercado considera que a plena abertura de capital ocorre quando há o lançamento de ações ao público, em função das transformações impostas à empresa e pelo incremento no volume de negócios com seus títulos.

9.3 Ações

Ações são títulos nominativos negociáveis que representam, para quem as possui, uma fração do capital social de uma empresa. Ação é um pedacinho de uma empresa, a menor fração do capital de uma sociedade anônima. Com um ou mais pedacinhos da empresa, o investidor se torna sócio dela.

9.3.1 Tipos de ação

As ações podem ser:

- **ordinárias**, que concedem àqueles que as possuem o poder de voto nas assembleias deliberativas da companhia; ou
- **preferenciais**, que oferecem preferência na distribuição de resultados ou no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia, não concedendo o direito de voto, ou restringindo-o.

As ações, ordinárias ou preferenciais, são sempre nominativas, originando-se do fato a notação ON ou PN depois do nome da empresa.

Podem ainda adotar duas formas:

- **nominativas registradas**, quando há um registro de controle de propriedade feito pela empresa ou por terceiros, podendo ou não haver emissão de certificado; ou
- **escriturais nominativas**, quando há a designação de uma instituição financeira credenciada pela CVM, que atua como fiel depositária dos títulos, administrando-os via conta corrente de ações.

As ações também podem ser diferenciadas por classes: A, B, C ou alguma outra letra que apareça após o "ON" ou o "PN". As características de cada classe são estabelecidas pela empresa emissora da ação, em seu estatuto social. Essas diferenças variam de empresa para empresa, portanto, não é possível fazer uma definição geral das classes de ações.

O número de ações de uma empresa pode sofrer modificações por várias razões, os três principais eventos que o altera são os seguintes:

- **Subscrição de Novas Ações ou Aumento de Capital** - Ocorre quando a empresa emite ações novas e as lança no mercado, buscando captar recursos novos para viabilizar um plano de investimentos, amortização de dívidas ou por outro motivo. Esta emissão faz parte do chamado Mercado Primário de ações.
- **Bonificação em Ações** - Também representa um aumento do capital da empresa e se origina da incorporação de reservas acumuladas ao capital, com a emissão de novas ações, que são oferecidas aos acionistas. Não envolve captação de recursos.
- **Desdobramento do Número de Ações - Split** - Neste caso, o que ocorre é apenas a divisão do número de ações da empresa, que se desdobra em determinada proporção. Não causa qualquer modificação no balanço da empresa, provocando apenas a multiplicação do número total de ações. Exemplo: se uma empresa tem 2 milhões de ações em seu capital e resolve desdobrá-las na proporção de 100%, o capital desta empresa passa a contar com 4 milhões de ações e seu preço em Bolsa se ajusta proporcionalmente. Nada ocorre em termos fundamentalistas, mas esta decisão pode contribuir para uma melhor negociabilidade dos títulos em Bolsa, pois no nosso exemplo a cotação cairia para a metade, o que poderia propiciar a realização de mais negócios com tal ação, tendo em vista a maior facilidade para a formação de lotes mínimos de negociação.

Quando ocorre um desses eventos, interferindo no número de ações e, por conseqüência, na cotação em Bolsa, o gráfico da ação é necessariamente ajustado, fazendo com que o histórico se adapte ao padrão atual de negociação.

Os acionistas têm ainda preferência na compra de novas ações emitidas ou direito de preferência na subscrição. Além de garantir a possibilidade de manter a mesma participação no capital total, esse direito pode significar ganho adicional, dependendo das condições do lançamento. Por fim, se não exercido, o direito pode ser vendido a terceiros.

9.3.2 Dividendos

Os dividendos correspondem à parcela de lucro líquido distribuída aos acionistas, na proporção da quantidade de ações detida, ao fim de cada exercício social. A companhia deve distribuir, no mínimo, 25% de seu lucro líquido ajustado. As ações preferenciais recebem 10% a mais de dividendos que as ordinárias, caso o estatuto social da companhia não estabeleça um dividendo mínimo. Quando uma empresa vai bem, ela divide os lucros com quem tem suas ações. Isso são dividendos.

9.3.3 Bonificações

As bonificações correspondem à distribuição de novas ações para os atuais acionistas. Excepcionalmente pode ocorrer a distribuição de bonificação em dinheiro.

9.4 Análise de Ações

9.4.1 Análise Fundamentalista

Esse tipo de ferramenta analítica tem como base os fundamentos das empresas, ou seja, avalia de que forma os números, o grau de endividamento, o histórico da empresa e as perspectivas para o setor, impactam no preço do ativo. Tais indicadores, confrontados com o cenário macroeconômico e o preço de mercado do papel, são utilizados para definir se determinada ação é ou não um bom investimento.

Diversos bancos de investimento e corretoras possuem uma equipe de analistas que acompanham e analisam os diversos setores da economia, como telecomunicações, petróleo, siderurgia e alimentos. Dada a relevância e porte de algumas empresas, muitos analistas se especializam em uma única empresa.

Esses profissionais também utilizam-se de inúmeras fontes de informação para produzirem seus relatórios: notícias, resultados financeiros das empresas, entrevistas com os principais executivos, entre outros. O resultado final do trabalho do analista é um relatório completo onde são apresentados os principais números da empresa, as premissas utilizadas para projetar os resultados futuros e finalmente uma indicação quanto à compra ou venda das ações da empresa.

Também é possível analisar uma empresa através de seu balanço patrimonial. Porém, as informações do documento devem ser confrontadas com outros demonstrativos para que possa ser feita uma análise completa sobre a empresa.

Todos os dados que as Companhias Listadas enviam à Bovespa, inclusive as Informações Anuais (IAN) sobre seus balanços e balancetes, estão à disposição dos investidores para consulta e aquisição de cópias das informações, no Centro de Informações Bovespa (CIB), localizado na Rua XV de Novembro, 275, 5º andar, São Paulo, e funciona das 9 às 14h. A Bovespa cobra por este serviço, mas os balanços também podem ser consultados no site da CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

9.4.2 Análise Gráfica ou Técnica

A análise gráfica baseia-se, como o próprio nome indica, em gráficos que expressam o movimento de preços de uma ação durante um determinado período de tempo. Estes gráficos também demonstram movimentos de mercado, antecipando assim, ciclos de alta e baixa da bolsa. Através da observação do comportamento do papel, os analistas técnicos, também chamados de grafistas, conseguem projetar o possível comportamento deste papel no futuro, definindo, desta forma, pontos de compra e venda do ativo. A análise gráfica parte do princípio que os preços se movem em tendências, ou seja, o comportamento do papel tende a repetir-se ao longo do tempo até que haja reversão. Esta mudança de tendência também pode ser identificada pela análise técnica.

9.4.3 Análise Macroeconômica

A análise macroeconômica é aquela em que o investidor estuda o desempenho da economia como um todo. Fatores políticos também são considerados. Assim, através de noticiários ele acompanha dados como inflação, taxa de juros, taxa de câmbio, entrada de investidores externos, déficit público, etc.

9.5 Como escolher uma Ação

Os preços das ações são formados em pregão pela dinâmica das forças de demanda e oferta de cada papel, o que torna a cotação praticada um indicador confiável do valor que o mercado atribui às diferentes ações. A maior ou menor oferta e procura por determinado papel está diretamente relacionada ao comportamento histórico dos preços e, sobretudo, às perspectivas futuras da empresa emissora e à política de dividendos. O valor das ações pode variar a qualquer momento, dependendo, por exemplo, das condições de mercado e da percepção de risco dos investidores. Quando investidores compram ações de uma empresa, eles acreditam que a empresa terá lucro ou que o valor das ações da empresa subirá.

Se os investidores acreditam que o panorama é ruim e não investem ou vendem as ações que eles já possuem, o preço das ações sofre desvalorização. Alterações no valor das ações são movimentos naturais de mercado, que dependem do cenário macroeconômico e também da percepção que o mercado tem de um determinado papel e seu comportamento neste cenário.

Quando a economia está desaquecida, os rendimentos das empresas tendem a cair rapidamente, quando a economia se recupera, os rendimentos da empresa tendem a se recuperar e o valor das ações também sobe. Essas oscilações de preço são cíclicas, acontecem de tempos em tempos como os movimentos de mercado. A variação é normal, e as ações com o objetivo de obter ganhos a médio e longo prazos, em oposição a resultados imediatos, podem ser divididas em:

- **blue chips ou de 1ª linha** - *Blue Chips* é um termo originalmente utilizado no *poker*, onde as *blue chips* são as fichas mais valiosas, e em geral este termo é utilizado para fazer referência às de grande liquidez e procura no mercado de ações por parte dos investidores, em geral de empresas tradicionais, de grande porte/âmbito nacional e excelente reputação, cujos preços elevados refletem esses predicados; A lista de empresas *blue chips* não é oficial e muda constantemente.
- **de 2ª linha** - são ações um pouco menos líquidas, de empresas de boa qualidade, em geral de grande e médio portes; seus preços são mais baixos e costumam ser mais sensíveis aos movimentos de mercado de baixa que aos de alta sobem depois das *blue chips* e caem antes;
- **de 3ª linha** - são ações com pouca liquidez, em geral de companhias de médio e pequeno portes porém, não necessariamente de menor qualidade, cuja negociação caracteriza-se pela descontinuidade;
- **de privatização** - são ações de companhias colocadas no mercado por meio de leilões do Programa Nacional de Desestatização - PND. Algumas das companhias em processo de privatização podem já ter suas ações negociadas em bolsas de valores, antes mesmo daquele ser completado, tendendo a incrementar sua liquidez após a conclusão do mesmo.

9.6 Indicadores e Índices do Mercado

A BOVESPA coleta, organiza e divulga uma série de informações sobre os negócios realizados em cada pregão. Os principais indicadores referem-se a preços e volumes das ações negociadas, que traduzem a liquidez do mercado. São elaborados também índices que mostram o comportamento do mercado como um todo ou segmentos específicos.

- **Índice Bovespa - Ibovespa** é o índice que acompanha a evolução média das cotações das ações. É o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações, constituída em 1968 a partir de uma aplicação hipotética. A carteira teórica é integrada pelas ações que, em conjunto, representaram 80% do volume transacionado a vista nos 12 meses anteriores à formação da carteira. Além disso, a ação precisa apresentar participação, em volume, de pelo menos 0,1% e tem que ter tido 80% de presença nos pregões do mesmo período. Para que sua representatividade se mantenha ao longo do tempo, é feita uma reavaliação quadrimestral, alterando-se composição e peso da carteira. Considerando-se seu rigor metodológico e o fato de que a BOVESPA concentra mais de 90% dos negócios do País, trata-se do mais importante índice disponível, permitindo tanto avaliações de curtíssimo prazo como observações de expressivas séries de tempo. O Ibovespa é uma ferramenta indispensável para quem investe em ações, quer para acompanhar o mercado quer para avaliar comparativamente o desempenho de sua própria carteira.
- **Índice Brasil - IBX**, é composto pelas 100 ações mais negociadas na Bovespa. Esse índice não é muito utilizado como parâmetro pelo mercado, devido à quantidade de ações de baixa liquidez. No IBX há as ações do Ibovespa mais algumas outras, essas outras não são de grande liquidez. Por isso, para o mercado, ele não tem muito valor. A carteira do IBX tem vigência de quatro meses. Para fazer parte do índice, a ação precisa atender ao seguintes critérios (sempre referentes aos doze meses anteriores à formação da carteira): (1) estar entre as 100 melhores classificadas quanto ao seu índice de negociabilidade e (2) Ter sido negociada em pelo menos 70% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira do índice.
- **Índice de Energia Elétrica – IEE**. Por ser um índice setorializado, que reflete a variação de um setor, no caso o elétrico, o IEE segue uma metodologia específica. Os índices setoriais facilitam o acompanhamento do desempenho de um setor. Para quem tem uma carteira composta em maioria por empresas elétricas, fica mais fácil de acompanhar o mercado pelo IEE do que pelo Ibovespa.

- o **Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC**, que mede o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa; e
- o **Índice Valor Bovespa - IVBX-2**, o qual mede o retorno de carteira hipotética constituída exclusivamente por papéis emitidos por empresas de excelente conceito perante os investidores, classificadas a partir da 11ª posição, tanto em termos de valor de mercado como de liquidez de suas ações.

9.7 O Mercado de Ações

O Mercado de Ações é o segmento do Mercado de Capitais onde ocorre a compra e venda de participações no capital das sociedades anônimas. Sua função básica é proporcionar liquidez aos títulos emitidos por companhias abertas e pode ser dividido nos seguintes tipos:

9.7.1 Mercado Primário

É onde ocorre a primeira colocação pública dos títulos de uma sociedade anônima. Esta operação, chamada de *underwriting* é conduzida por instituições especializadas, como bancos de investimento, sociedades corretoras e sociedades distribuidoras. Compreende o lançamento de novas ações no mercado, com aporte de recursos à companhia.

9.7.2 Mercado Secundário

Uma vez ocorrendo o lançamento inicial ao mercado, as ações passam a ser negociadas no Mercado Secundário, sendo este, então, o local onde são negociadas as ações das sociedades anônimas de capital aberto que foram adquiridas pelo público no mercado primário. Apesar da semelhança com o mercado primário, os recursos captados vão para o acionista vendedor (e não para a companhia), determinando, portanto, uma distribuição no Mercado Secundário. Compreende mercados de bolsas de valores, de balcão e de balcão organizados.

- **Mercado de Bolsas** – são mercados institucionalizados e sujeitos à fiscalização e regulamentação por parte das autoridades, o que permite maior divulgação de informações sobre as transações realizadas. Nos casos dos derivativos, as operações realizam-se normalmente em bolsas de futuros (BM&F), de mercadorias e de valores, conforme o tipo de contrato.
- **Mercado de Balcão** – as operações realizadas fora das bolsas, fechadas diretamente entre as partes ou com a intermediação de instituições financeiras, são chamadas operações de balcão. Nestas operações somente os participantes conhecem os termos do contrato, que podem ser completamente adequados às necessidades específicas de cada parte. São mais sigilosas, menos sujeitas à fiscalização e regulação e, não havendo interesse dos contratantes, sem qualquer divulgação para o mercado. As particularidades próprias de cada contrato dificultam sua negociabilidade posterior, sendo comumente posições que os participantes mantêm em suas carteiras até o vencimento.

As instituições financeiras, representando seus clientes, procuram consultar parceiros de mercado com a finalidade de minorar as anomalias. No Brasil temos um grande mercado de balcão de títulos públicos, de depósitos interfinanceiros, de certificado de depósitos bancários, de moeda estrangeira e de outros títulos menos líquidos como debêntures, certificados de privatização, títulos de dívida pública securitizada, entre outros.

- **Mercado de Balcão Organizado** – o único mercado de balcão organizado do país foi criado por iniciativa das bolsas de valores do Rio de Janeiro e Paraná, tendo adesão posterior de outras praças e instituições. Abrange as negociações com ações e outros ativos, inclusive derivativos, cujas operações não são registradas em bolsas. Trata-se do SOMA – Sociedade Operadora do Mercado de Ativos. Seu detalhamento encontra-se no item 1.9 desta a seguir.

9.8 Bolsas de Valores

As Bolsas de valores são associações civis, sem fins lucrativos. Seu patrimônio é representado por títulos que pertencem às sociedades corretoras membros. Possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa, atuam como auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na fiscalização do mercado, em especial de seus membros, as Sociedades Corretoras e estão sujeitas à supervisão dessa Comissão. Bolsa de Valores é o local onde se compram e se vendem as ações das companhias.

São os mais importantes centros de negociação das ações, devido ao expressivo volume e maior transparência das operações. Seus objetivos e atividades, entre outras, são:

1. manter local adequado à realização, entre corretores, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre, organizado e fiscalizado pelos próprios membros, pela autoridade monetária e pela CVM;
2. estabelecer sistema de negociação que propicie e assegure a continuidade das cotações e a plena liquidez do mercado;
3. dar ampla e rápida divulgação às operações efetuadas em seu pregão;
4. assegurar aos investidores completa garantia pelos títulos e valores negociados;

A BOVESPA, com seus mais de 110 anos de experiência, tradição e competência, vem, ao longo desses anos, procurando desenvolver o mercado de capitais.

9.9 Sociedade Operadora do Mercado de Ativos – SOMA

A Soma - Sociedade Operadora do Mercado de Ativos S/A é um ambiente de negociação que surgiu com o intuito de organizar a negociação dos papéis das empresas que operavam no mercado de balcão (fora das bolsas – Bovespa, BVRJ, etc), dando maior transparência, menor volatilidade e possibilitando a formação de preço justo. Esse modelo de mercado já funcionava nos EUA há mais de duas décadas com grande sucesso, tendo sido um dos fatores responsáveis pelo sucesso do complexo de empresas de base tecnológica sediadas no Vale do Silício. A Nasdaq - instituição responsável pela operação do balcão organizado naquele país - é o segundo maior centro de liquidez do mundo.

O ambiente de negociação sempre foi totalmente eletrônico, não havendo pregão de voz (uma das formas de negociação utilizadas pela Bovespa, onde os operadores ficam no pregão da Bolsa gritando e negociando para fechar as operações de compra e venda). As empresas associadas (provenientes de todo o Brasil) estão interligadas através de terminais pertencentes à rede de transmissão de dados da SOMA, onde podem processar suas ordens de compra e venda, fechando os negócios eletronicamente, com ampla transparência.

Além de ações de empresas, a Soma negocia cotas de fundos de investimento, opções, debêntures e os Recibos de Carteira da Soma (RCS). São negociadas também ações de empresas de capital fechado autorizadas em caráter excepcional pela CVM. Os papéis de telecomunicações são os grandes destaques da Soma mas, destacam-se também, as ações de companhias da área de entretenimento

O I-SOMA, lançado em outubro de 1997, é um índice dos preços dos ativos negociados na SOMA, ponderado pelo valor de mercado das respectivas empresas. É integrado por 19 ativos de 18 empresas, a maioria do setor de telecomunicações. Para os investidores, o índice permite o acompanhamento da performance do mercado como um todo, tanto em relação a períodos longos como às oscilações diárias. Além disso, o conhecimento da composição da carteira hipotética do índice pode servir de padrão para a montagem de carteiras próprias e também como base de comparação com outros mercados.

9.10 Serviços de Liquidação e Custódia - Clearings

São empresas que se dedicam a gerenciar sistemas e garantias para a liquidação das operações realizadas em bolsa e para a custódia (guarda e administração dos valores mobiliários negociados em bolsa).

A CBLC - Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia foi criada em 19 de fevereiro de 1998, com a reestruturação patrimonial da BOVESPA. A formação da CBLC representa uma resposta à necessidade do mercado brasileiro de uma estrutura moderna e eficiente de *clearing*, que compreenda atividades relacionadas à compensação, liquidação, custódia e controle de risco para os mercados a vista, a termo e de opções. A CBLC foi organizada como uma empresa que permite a participação de uma grande variedade de instituições fortes e tecnicamente estruturadas, capazes de administrar risco e atuar como Agentes de Compensação.

9.11 Corretoras de Valores

São instituições financeiras membros das bolsas de valores, credenciadas pelo Banco Central, pela CVM e pelas próprias bolsas, e estão habilitadas, entre outras atividades nos mercados financeiro e de capitais, a negociar valores mobiliários com exclusividade no pregão físico (viva-voz) ou eletrônico das bolsas. Corretora de Valores é a instituição que compra e vende ações, os investidores são os clientes das Corretoras.

9.12 Formas de Negociação das Ações

9.12.1 Sistema Eletrônico

A negociação eletrônica, via computador, é conhecida como *Home Broker*. É um canal de relacionamento entre investidores, corretoras e o sistema de pregão eletrônico da Bovespa. Nesse sistema, qualquer pessoa pode acompanhar a cotação do papel e fazer a oferta de compra ou venda, fechando, assim, o negócio sem a necessidade de um operador, o investidor é o próprio operador. Todas as ações listadas na Bovespa são negociadas pelo sistema eletrônico e a tendência é de que no mercado só fique essa modalidade de pregão.

Por exemplo, o investidor consulta pela internet o valor de um lote de ações da empresa A. Naquele momento, o mercado negocia o lote dessas ações por R\$ 54. Em seguida, o investidor decide colocar suas ações à venda por um mínimo de R\$53, por exemplo. Ele também pode especificar por quanto tempo sua ordem é válida (apenas durante o dia de hoje, por exemplo). Após preencher na tela as condições da operação, o investidor confirma sua ordem, que é automaticamente registrada no sistema da bolsa de valores, o Megabolsa. Em seguida, o sistema da bolsa irá procurar por ordens de compra de ações da empresa A. Caso haja alguma ordem no sistema, as informações são cruzadas e a operação é executada. Caso contrário, será necessário esperar a próxima ordem de compra de ações da empresa A.

A negociação no mercado fracionário tem como alvo os pequenos investidores, pois se negociam quantidades menores do que o à vista, só pode ser feita via sistema eletrônico. Essa negociação é mais cômoda para o pequeno investidor pois não há como cair em casos de leilão. A interferência do viva-voz, nesse caso, é nenhuma.

O pregão eletrônico funciona em sessão contínua das 10h às 17h, para todas as empresas listadas nos mercados a vista. Das 09h45 às 10h, acontece o leilão de pré-abertura, quando é dada a entrada das ofertas para formação do preço teórico de abertura. Das 16h55 às 17h, o sistema eletrônico realiza o chamado *Call de Fechamento* para todas as empresas negociadas no mercado à vista, no pregão viva-voz e também para os papéis que fazem parte da carteira teórica do Ibovespa.

9.12.2 Pregão ou Viva-Voz

A negociação viva-voz, é feita no salão de pregão da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) e somente os operadores das corretoras credenciadas têm acesso. A ordem de compra ou venda é dada pelo investidor à mesa de sua corretora, que repassa as informações aos operadores, fechando a operação. Em geral, esse tipo de negociação é feita somente com alguns papéis, os de maior liquidez, e com lotes muito grandes. A negociação viva-voz é mais ágil, pois tudo é resolvido no momento em que o operador fala, mas já há uma tendência de acabar esse tipo de negociação.

Em países como Japão e Estados Unidos há um pregão híbrido, em que operadores e aparelhos eletrônicos trabalham juntos. Não há mais a tradicional gritaria. A médio prazo, mesmo nesses países, os pregões também deverão ser eletrônicos. É uma tendência mundial.

As sessões diárias do pregão viva-voz acontecem das 10h às 16h45, com interrupção entre 13h00 e 14h00.

9.12.3 After market

É o pregão eletrônico que acontece diariamente após o fechamento do mercado. No *after market* só podem ser feitas operações no mercado à vista.

A pré-abertura do *after market* acontece de 17h30 às 17h45, quando é permitido o cancelamento das ofertas registradas no período normal de funcionamento do pregão. Das 17h45 às 19h00, acontece a fase de negociação, quando são realizadas operações de compra e venda de ativos dentro dos parâmetros estabelecidos para este segmento do mercado.

9.13 Pontos do pregão

Todo dia, no fechamento do pregão das bolsas de valores, dois números são divulgados: o fechamento do dia em pontos e em percentual. Eles significam, na média, dia de bons ou maus negócios. No Brasil, esse número é mais amplamente divulgado em forma de porcentagem. No entanto, é também divulgado por números de pontos, forma adotada por mercados como o norte-americano.

O número de pontos do dia é calculado pelo somatório da média de desempenho dos papéis que compõem o Índice Bovespa, Ibovespa. Após concluir o somatório do fechamento das ações em um determinado dia, é feito o comparativo com o dia anterior. Este é o comparativo representado pelo percentual. Como exemplo, suponhamos que o total de pontos negociados no dia anterior seja de 14.000 e que a valorização das ações listadas no índice tenha sido de 1%, o total de valorização do dia é de 14.140 pontos.

No caso de desvalorização é a mesma coisa. Supondo agora que, no dia seguinte após a valorização de 1% (14.140 pontos), a variação dos papéis tenha sido negativa em 10%, o resultado é de 12.726 pontos no dia. Para se chegar a esse resultado, no primeiro dia de operação da bolsa é feita uma convenção que estipula um número de pontos em cima do qual as variações serão calculadas.

9.14 A Dinâmica das Operações em Bolsa

9.14.1 Tipos de Ordem

Quando o investidor transmite sua ordem a uma Corretora na qual é cadastrado, esta tem o dever de executá-la prontamente, ao melhor preço disponível, desde que se trate de uma ação com liquidez - é a **ordem a mercado**.

Essa é a ordem mais comum, mas há várias outras modalidades. O investidor pode, por exemplo, fixar um preço determinado ou melhor para sua execução - é a **ordem limitada**. Ou poderá fixar apenas a quantidade de títulos, dando uma **ordem administrada** à Corretora, que irá executá-la a seu critério.

A fim de limitar prejuízos, o investidor pode dar a ordem fixando um preço-limite que, se alcançado pela evolução das cotações, torna a ordem a mercado - é a **ordem on stop**.

Há também a possibilidade de vincular a execução de uma operação à execução de outra previamente definida e oposta (compra versus venda), no mesmo ou em diferentes mercados - é a **ordem casada**, que só se efetiva se executadas as duas ordens. De forma similar, há a ordem de financiamento, na qual o investidor determina a tomada de posições opostas, também no mesmo ou em outro mercado, porém, com prazo de vencimento distinto.

O investidor pode também fixar o prazo de validade de sua ordem por meio da **ordem válida para o dia** ou da **ordem válida por prazo determinado**. Expirado o prazo, a ordem é cancelada. Há ainda a **ordem válida por prazo indeterminado**, cuja validade só termina com a execução ou cancelamento da ordem.

Ordem discricionária - pela qual se estabelecem condições para sua execução agregada a outras, efetuando posteriormente a identificação de titulares, lotes e preços.

9.14.2 Execução

O intermediário financeiro dispõe de profissionais especializados, capacitados a dar orientações sobre investimentos, receber ordens dos investidores e transmiti-las aos operadores qualificados por ele mantidos nos pregões físicos das Bolsas; ou ainda encaminhá-las para o pregão eletrônico, o qual também pode ser acessado diretamente pelos clientes das Corretoras via *Home Brokers*.

9.14.3 Liquidação

Executada a ordem, tem lugar a liquidação física e financeira, processo pelo qual se dá a transferência da propriedade dos títulos e o pagamento/recebimento do montante financeiro envolvido, dentro do calendário específico estabelecido pela Bolsa para cada mercado.

No mercado a vista, vigora o seguinte calendário de liquidação:

- **D+0** - dia da operação;
- **D+1** - prazo para os intermediários financeiros especificarem as operações por eles executadas junto à Bolsa;
- **D+2** - entrega e bloqueio dos títulos para liquidação física da operação, caso ainda não estejam na custódia da CBLC;
- **D+3** - liquidação física e financeira da operação.

A liquidação é realizada por empresas de compensação e liquidação de negócios, que podem ser ligadas à Bolsa ou independentes. A BOVESPA utiliza a CBLC - Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia para liquidar as operações realizadas em seus mercados. As Corretoras da BOVESPA e outras instituições financeiras são os Agentes de Compensação da CBLC, responsáveis pela boa liquidação das operações que executam para si ou para seus clientes.

9.14.4 Day Trade

Fazer um *day trade* significa comprar e vender as ações no mesmo dia. Por exemplo, você compra uma certa quantidade de ações por um preço, acompanha a variação do preço ao longo do dia e, dependendo da valorização da ação você decide vendê-la no mesmo dia. Portanto você lucra a diferença do preço de compra para o preço de venda multiplicado pela quantidade das ações, descontando as taxas da operação.

9.15 Formação do Preço No Mercado a Vista

Operação no Mercado a Vista é a compra ou venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço estabelecido em pregão. Assim, quando da realização de um negócio, ao comprador cabe dispender o valor financeiro envolvido na operação e ao vendedor a entrega dos títulos-objeto da transação, nos prazos estabelecidos pela BOVESPA.

Os preços são formados em pregão, pela dinâmica das forças de oferta e demanda de cada papel, o que torna a cotação praticada um indicador confiável do valor que o mercado atribui às diferentes ações.

A maior ou menor oferta e procura por determinado papel está diretamente relacionada ao comportamento histórico dos preços e, sobretudo, às perspectivas futuras da empresa emissora, aí incluindo-se sua política de dividendos, prognósticos de expansão de seu mercado e dos seus lucros, influência da política econômica sobre as atividades da empresa, etc.

9.15.1 Negociação

A realização de negócios no mercado a vista requer a intermediação de uma sociedade corretora que está credenciada a executar, em pregão, a ordem de compra ou venda de seu cliente, através de um de seus representantes (operadores).

9.15.2 Liquidação das Operações

É o processo de transferência da propriedade dos títulos e o pagamento/recebimento do montante financeiro envolvido. Abrange duas etapas:

- **Disponibilização dos títulos** - Implica a entrega dos títulos à BOVESPA, pela sociedade corretora intermediária do vendedor. Ocorre no segundo dia útil (D2) após a realização do negócio em pregão (D0). As ações ficam disponíveis ao comprador após a liquidação financeira;
- **Liquidação financeira** - Compreende o pagamento do valor total da operação pelo comprador, o respectivo recebimento pelo vendedor e a efetivação da transferência das ações para o comprador. Ocorre no terceiro dia útil (D3) após a realização do negócio em pregão.

9.15.3 Mercado de Lote-Padrão e Mercado Fracionário

Com o objetivo principal de assegurar uma boa formação de preço aos ativos negociados em seus pregões, a BOVESPA, com base no perfil de negociação de cada título - quantidade de papéis por negócio mais observada, volume financeiro por negócio, etc. - os distribui pelos diferentes lotes padrão de negociação (quantidade mínima de títulos para negociação).

Uma transação efetuada no mercado principal da BOVESPA deve envolver obrigatoriamente um lote padrão do ativo (ou múltiplos desse lote). Negócios com quantidades inferiores são realizados no mercado de frações do lote (Fracionário).

9.16 Riscos do Mercado de Ações

Ações são ativos de renda variável, ou seja, não oferecem ao investidor uma rentabilidade garantida, previamente conhecida.

A rentabilidade das ações é composta de dividendos ou participação nos resultados e benefícios concedidos pela empresa emissora, além do eventual ganho de capital auferido na venda da ação no mercado secundário (Bolsa de Valores). O retorno do investimento dependerá de uma série de fatores, tais como desempenho da empresa, comportamento da economia brasileira e internacional etc.

Justamente porque não há garantia de rentabilidade no investimento em ações, podendo mesmo haver prejuízo na aplicação, este é considerado um investimento de risco. Por esse motivo, é aconselhável que o investidor não dependa do recurso aplicado em ações para gastos imediatos e que tenha um horizonte de investimento de médio e longo prazos, quando eventuais desvalorizações das ações poderão ser revertidas.

10 TÍTULOS PRIVADOS DE RENDA FIXA

O Mercado de Capitais é uma forma de capitalizar as empresas para realização de seus projetos de crescimento. As companhias buscam, através de instrumentos de renda fixa, uma forma de alavancar a empresa a custos reduzidos. Esta alavancagem pode ser buscada tanto no mercado interno como no externo, dependendo do custo do financiamento no momento da captação dos recursos. No mercado interno, o principal instrumento de captação são as debêntures para o longo prazo, ou os *commercial papers* para o curto prazo.

O mercado de emissões de títulos privados de renda fixa pelas empresas é também chamado de Mercado de Dívidas.

10.1 Debêntures

O governo, quando precisa de dinheiro, recorre ao mercado emitindo títulos públicos pré e pós-fixados. A mesma coisa acontece com as empresas, quando emitem debêntures, que são títulos emitidos por sociedades anônimas não financeiras de capital aberto, com garantia de seu ativo e, com ou sem garantia da instituição financeira que as lança no mercado. Tem como objeto obter recurso de médio e longo prazos, destinados normalmente a financiamento de projetos de investimentos ou alongamento do perfil do passivo.

Os investidores que compram as debêntures recebem em troca, uma remuneração certa, num prazo certo, sobre o valor emprestado, não dando direito a participação nos bens ou lucros da empresa. A emissão de debêntures deverá ter por limite o patrimônio da empresa e pode ainda ser conversível em ações. Podem ser emitidas por um prazo mínimo de um ano para as não conversíveis e de três anos para as conversíveis em ações. Quanto ao prazo máximo, não há fixação, exceto quando se destinarem a financiamento de capital de giro, quando o prazo máximo será de cinco anos.

Toda a emissão de debênture é precedida de uma autorização da CVM, uma confecção de um prospecto e, algumas vezes, uma publicação de um *tombstone*, um documento informativo e publicitário em que constam todas as características da emissão, os bancos participantes e o coordenador da operação.

O sistema oferece a opção, para a empresa emissora de debêntures, de substituição ou complementação financiamentos bancários, e têm um custo mais baixo do que na emissão de ações. É também vantajoso para o investidor, que ganha mais uma possibilidade para diversificar sua carteira a um baixo risco, recebendo de tempos em tempos e no vencimento juros pré ou pós-fixados, conforme determinar o emissor.

A diferença essencial entre a emissão de ações e a de debêntures, é que a ação é um investimento de renda variável, sendo impossível prever qual será o rendimento por ocasião da sua venda, enquanto que as debêntures são ativos de renda fixa, papéis que têm um valor de face a ser recebido no seu vencimento, além dos juros estipulados na sua emissão, que podem ser pré-estabelecidos ou obedecerem algum índice (juros + IGP-M, TR, CDI, etc.). A emissora pode oferecer ainda vantagens monetárias, a título de prêmio, quando houver repactuação ou resgate.

As regras de cada emissão de debêntures são específicas para cada série emitida. Ou seja, prazo de vencimento, remuneração, conversão, todos esses pontos são negociados entre empresa emissora e credor.

10.2 Commercial Papers

É um título de curto prazo emitido por instituições não financeiras, sem garantia real, podendo ser garantido por fiança bancária, negociável em mercado secundário e com data de vencimento certo. Foi criado como instrumento para obter recursos de curto prazo que resolvessem problemas de caixas das empresas.

Na data da emissão o título é vendido com deságio ficando implícita uma taxa de juros prefixada. O prazo mínimo deve ser de 30 dias e o máximo de 180 dias para as companhias de capital fechado e de 360 dias para as de capital aberto. A emissão deve ser de uma só vez, não sendo admitidas séries como é feito nas debêntures.

Uma desvantagem do *commercial papers* com relação á debênture é que não é permitido, em caso de liquidação antecipada, que a empresa carregue o título em tesouraria, permitido nas debêntures, significando que o mercado secundário de revenda não pode ser utilizado pelo emissor do título.

10.3 Emissões no Mercado Externo

Quando o custo é favorável, a captação de recursos no mercado externo é interessante. Nesse mercado, as captações são normalmente feitas em forma de *Euronotes*, *Eurobonds* ou *commercial papers*. A denominação *notes* ou *bonds* é em função do prazo de emissão, sendo os *notes* emitidos com prazo de até dez anos e os *bonds* são títulos mais longos.

Eurobonds ou *Euronotes* são títulos de renda fixa denominados em dólares americanos ou em outra moedas e vendidos a investidores fora do país cuja moeda é usada. Os *bonds* são normalmente emitidos por grandes grupos de *underwriting*¹ composto por bancos de vários países. Um exemplo de operação de *Eurobonds* pode ser uma debênture denominada em dólar, emitida por uma empresa brasileira através de um grupo de *underwriting* composto por um banco de investimentos com filial em Nova York, um banco no Brasil e um consórcio de bancos alemães. Uma parte da emissão é emitida para investidores italianos através de contas de investimentos suíças.

¹ Operação praticada por bancos de investimentos, que consiste na intermediação da colocação (lançamento) ou distribuição de qualquer título mobiliário para investimento, recebendo uma comissão pelo serviço prestado.

10.3.1 American Depositary Receipts – ADRs

São recibos (títulos) que representam ações de um emissor estrangeiro que se encontram depositadas e sob custódia de um determinado banco no país de origem. O título outorga ao acionista o direito sobre todos os dividendos, as subscrições e as bonificações, além de ganhos de capital. Tais recibos são denominados DRs - *Depositary Receipts*. Quando emitidos por um banco norte-americano e negociados nos Estados Unidos são chamados ADR (*American Depositary Receipts*) ou GDR (*Global Depositary Receipts*), quando negociados em outros países.

O ADR foi desenvolvido para permitir a investidores americanos acesso ao mercado de ações de outros países, dentro dos Estados Unidos, em condições e práticas muito semelhantes àquelas em que estão acostumados, ao invés de fazê-los no mercado externo. São o caminho natural para que uma empresa estrangeira (por exemplo, brasileira) se torne conhecida no mercado norte-americano. Uma emissão de novas ações seria um caminho mais difícil, já que o mercado poderia não conhecer a empresa e a emissão poderia ser um fracasso.

Normalmente as empresas entram no mercado estrangeiro através da emissão de ADRs Nível 1, por não envolverem o lançamento de novas ações e por ter uma legislação mais branda quanto às responsabilidades da empresa. O balanço da empresa deve ser feito nos moldes norte-americanos e divulgado em jornais de grande circulação nos EUA. Os de Nível 2 funcionam como um "upgrade" dos de Nível 1. Compreendem a listagem do papel em uma das bolsas de valores americanas, o que cria novos custos e obrigações como periodicidade na divulgação dos balanços e taxas pagas à bolsa. Os ADRs Nível 3 só são utilizados quando a empresa quer captar dinheiro com a emissão de novos papéis, o que envolve uma legislação bastante complexa e custos mais altos, sendo uma alternativa menos utilizada.

11 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O NOVO MERCADO

Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Embora tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados são mais direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA.

11.1 Governança Corporativa

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

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

Quando investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento. A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia. Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.

A CVM busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa. Seu objetivo é orientar nas questões que podem

influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. Por meio do site <http://www.cvm.gov.br/> divulga informações utilizando-se da experiência de mais de 25 anos e análise da experiência de diversos países, além de relatórios de pesquisas e códigos de governança nacionais e internacionais.

11.2 Novo Mercado

O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* (maior transparência) adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. As empresas do Novo Mercado estão divididas em três diferentes níveis (Níveis 1, 2 e Novo Mercado). Atualmente existem duas empresas listadas no Novo Mercado (CCR Rodovias e Sabesp), 21 empresas no Nível 1 e nenhuma listada no Nível 2.

Cada nível subsequente contém todas as exigências do anterior e mais as que lhe competem. As principais exigências do Nível 1 (primeiro degrau do Novo Mercado) são: possuir *free float* mínimo de 25% (parcela de ações da empresa disponível para negociação no mercado, ou seja, fora do grupo de controle); realizar encontros pelo menos anuais com analistas de mercado, não aumentar a proporção de ações preferenciais em relação ao capital total; dentre outros comprometimentos.

No Nível 2, acrescentam-se mais dados de transparência, notadamente a publicação de balanços pelos critérios internacionais (US GAAP ou IAS GAAP), além de aspectos ligados à governança corporativa, como o chamado *Tag Along* (direito de recompra pré-estabelecido para os minoritários em caso de alienação do controle acionário da empresa), na proporção de 100% do valor pago pelo novo controlador para as ordinárias e 70% deste valor para as preferenciais.

No nível pleno (Novo Mercado propriamente dito), a principal exigência adicional é a proibição da existência de ações preferenciais. Vale destacar que se a empresa cumprir todas as regras de uma só vez, ela pode ser listada diretamente no Novo Mercado, não sendo obrigatório passar pelos níveis 1 e 2. Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembleias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a Bovespa e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

Com o Novo Mercado, a Bovespa abriu uma nova frente de atuação visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, oferecendo para as empresas uma excelente oportunidade para a captação de recursos a custos competitivos e para os aplicadores um mercado mais seguro para o investimento de longo prazo. A valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas. Essa é a premissa básica do Novo Mercado.

A adesão de uma empresa ao Novo Mercado é voluntária e concretiza-se com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a própria BOVESPA. Pelo contrato, as partes acordam em cumprir o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que consolida todos os requisitos adicionais desse segmento. Ao assinarem o contrato as empresas, também adotam a arbitragem para a solução de eventuais conflitos societários que possam surgir. Por isso, foi constituída pela BOVESPA a Câmara de Arbitragem do Mercado, oficialmente instalada em 27/07/2001.

A íntegra do Regulamento do Novo Mercado e do Regulamento de Arbitragem pode ser obtida no site www.bovespa.com.br

12 MERCADO DE DERIVATIVOS

12.1 Introdução

A origem dos derivativos está intimamente ligada à negociação de mercadorias básicas. Alguns autores colocam sua origem na China antiga, outros dizem que seu início está na Idade Média, com a

especialização do comércio. Independentemente de sua origem histórica, o aparecimento de derivativos deu-se como forma de agilizar e dar maior segurança à negociação de *commodities*. A possibilidade de antecipar vendas, através de um contrato em que o produtor se comprometia a entregar futuramente determinada quantidade de mercadoria a determinado preço, era uma forma de garantir ao produtor a comercialização de sua produção. Para o comprador, o contrato significava a garantia de preço e a certeza do produto na quantidade, qualidade e local previamente contratados.

Silva Neto, no seu livro “Derivativos”, apresenta uma versão sobre o surgimento desse mercado que facilita o seu entendimento. A história remonta ao tempo dos samurais no Japão, século XIX, onde o arroz, além de alimento básico era utilizado como meio de troca, e, conseqüentemente, servia de parâmetro para o estabelecimento de preço das diversas economias. A cidade de Osaka, centro de comercialização do produto, sofria com as fortes oscilações de preço, formados pela Lei da Oferta e da Procura. Essa situação despertou o interesse de um comerciante que, percebendo oportunidades de ganho passou a adquirir o produto para revendê-lo a preços superiores tornando-se ponto de referência de comércio e de preço do arroz.

Com o aumento das negociações os ofertantes passaram a levar apenas amostras do produto. Fator importante nessa fase foi a confiança nas relações, pois acreditavam que o produto teria a mesma qualidade da amostra. Tendo a respectiva amostra como ponto de partida para a venda, alguns comerciantes deram início a venda para entrega posterior, pois perceberam que poderiam negociar até mesmo o arroz a ser colhido. Neste momento surge a venda para entrega futura. Mais tarde, com o aumento dos prazos dos contratos, os compradores, receosos, decidiram firmar um contrato onde o pagamento ocorreria na entrega do bem, porém com o preço definido na época do negócio. Este mercado é conhecido como mercado a termo, detalhado mais adiante.

O contrato celebrado naquela época tinha como ativo-objeto o arroz. Daí a denominação de derivativo, pois o contrato tem sua origem ou deriva de um ativo, no caso citado, o arroz. O desenvolvimento do mercado de derivativos como conhecemos hoje, tem sua origem bem mais recente. Em 1970, a Bolsa de Mercadorias de Chicago lança o primeiro Contrato Futuro de Taxas de Câmbio. Os EUA, em 1973, suspendeu a conversibilidade do dólar para o ouro e com isso as taxas de câmbio sofreram fortes oscilações pressionando a taxa de juros. Somando-se a isso a globalização, a desregulamentação da economia, entre outros fatores, forçou o mercado financeiro a criar mecanismos e instrumentos sofisticados dentro desse novo ambiente. Em 1986, ocorre no Brasil os primeiros lançamentos de índices da Bovespa, com a criação da Bolsa Mercantil de Futuros. Os derivativos ganharam importância no mundo atual como forma de proteção a riscos (*hedge*), de financiamento ou simplesmente de especulação. O volume de negociações de derivativos no mundo aumenta consideravelmente e alguns trilhões de dólares já circulam anualmente nesse mercado.

12.2 Definição de Derivativos

Os instrumentos financeiros chamados derivativos constituem acordos formais que servem para transferir risco de uma parte a outra, sem transferir o ativo básico (ações, moedas, *commodities*, título de dívida). São instrumentos financeiros *derivados* de algum ativo que possua razoável utilização para fins de investimento. Os preços dos derivativos são formados a partir do preço do bem principal, denominado ativo subjacente. Assim, o preço de um contrato futuro de dólar depende do preço desse ativo no mercado a vista.

De uma forma abrangente, podemos dizer que os derivativos são contratos firmados entre partes, com o objetivo de trocar o valor, e somente o valor de ativos, índices ou mesmo *commodities* agrícolas e minerais. O derivativo presta-se para a troca de um resultado financeiro obtido por meio da aplicação da variação do valor de índices ou projeções de preços, em um determinado período de tempo, sobre um montante teórico inicial. Ele é usado para alterar a característica do risco de caixa, ou da carteira, de uma empresa, dada a possibilidade de alteração no valor de determinado ativo.

O Mercado de Derivativo pode ser dividido em *quatro* mercados principais:

- **Mercado a Termo**
- **Mercado Futuro**
- **Mercado de Opções**
- **Mercado de Swaps**

12.3 Mercado a Termo (Forward)

Neste mercado são negociados contratos em que se define o produto a ser entregue pelo vendedor ao comprador, explicitando-se a quantidade e a qualidade do mesmo, a data futura e local em que será entregue e o preço acordado entre as partes, a vigorar na data de entrega do produto. O vendedor compromete-se com entrega do bem na forma estipulada, enquanto que o comprador compromete-se a pagar o preço previamente ajustado, independentemente de eventuais variações de preço no mercado daquele produto.

Este tipo de contrato tomou vulto com a criação das bolsas de mercadorias, que possibilitaram maior transparência na formação de seus preços. A não exigência de que o vendedor possua o produto comercializado e de que o comprador possua o dinheiro prometido gera uma razoável dose de risco de crédito para ambas as partes. Foram criadas, então, as Câmaras de Compensação (*Clearing House*), numa tentativa de garantir a liquidação dos contratos. Esta instituição, capitalizada pelos participantes da bolsa e por taxas incidente em cada operação realizada, responsabiliza-se pela compensação e liquidação das operações. Para evitar o comprometimento com grandes valores a descoberto, a Câmara de Compensação passou a exigir depósitos de garantias como forma de diminuir o risco de não liquidação dos contratos.

As principais vantagens desse tipo de operação consistem em permitir ao investidor *proteger preços de compra, diversificar riscos, obter recursos e alavancar seus ganhos*. Um aplicador que espera uma alta nos preços de um ativo pode comprar a termo, fixando o preço e beneficiando-se da alta desse ativo. Poderá fazer isso porque, embora não conte, no momento, com dinheiro suficiente para a compra desejada, aguarda a entrada de novos recursos dentro do prazo para o qual realizou a operação.

Um exemplo de diversificação de risco pode ser citado no caso do aplicador quer comprar algumas ações cujas cotações estima estarem deprimidas, porém não quer concentrar todos os seus recursos em apenas um ou dois papéis, para não assumir riscos muito elevados. Adquire a termo quatro papéis mais atrativos, desembolsando apenas a margem de garantia. Essa diversificação envolve riscos menores do que uma aplicação em ações de uma única empresa, já que a eventual perda com uma ação pode ser compensada por ganhos com as outras três.

Para detentores de carteiras de ações que precisam de recursos para uma aplicação rápida, mas não querem se desfazer de nenhuma ação. A alternativa de vender a vista para imediata compra a termo do mesmo papel permite ao aplicador fazer caixa e, ao mesmo tempo, manter sua participação na empresa. A compra a termo confere ao investidor que, num dado instante, possua um determinado volume de recursos a possibilidade de adquirir uma quantidade de ações superior à que sua disponibilidade financeira permitiria comprar à vista naquele momento, proporcionando-lhe uma taxa de retorno maior, no caso de elevação dos preços à vista.

A venda a termo pode ser interessante principalmente para obtenção de uma renda adicional decorrente de financiamento. O aplicador compra determinado ativo no mercado a vista e vende a termo, no prazo em que deseja financiar, com o objetivo de ganhar a diferença existente entre os preços a vista e a termo, ou seja, os juros da operação. Numa outra situação, o investidor pode ter tomado a decisão de vender um ativo e não necessita do uso imediato dos recursos, pode-se optar por uma venda a termo, maximizando ganhos, pois serão recebidos os juros de um período além do preço a vista desse ativo.

12.4 Mercado Futuro (Futures)

Mercado que opera através de contratos em que se estabelece um compromisso entre comprador e vendedor de venda de um determinado ativo a um preço pré-definido numa data futura.

A formatação personalizada de contratos estudada no Mercado a Termo é uma característica indesejável quando se pensa na liquidez de mercado, pois dificultam sua negociação com terceiros. Dessa forma, as bolsas passaram a padronizar os contratos, definindo quantidades padrões para cada mercadoria, data de vencimento e local de entrega padronizados, entre outros itens.

O Mercado Futuro tem como principal característica a *padronização de contratos*. Esse fator facilita a formação de preços e implementa a liquidez, facilitando sua negociação. Fica muito mais fácil liquidar um contrato sem a necessidade de entrega do produto ou da compra do mesmo, bastando para isso que se efetue a operação contrária à inicial. Assim, se o investidor comprou um contrato futuro de determinado produto, basta

vende-lo para liquidá-lo. No entanto, os contratos futuros não possuem a mesma flexibilidade existente no contrato a termo no que concerne a adaptação às necessidades do produtor ou do comprador. Se a quantidade de mercadoria desejada pelo comprador não for um múltiplo do lote negociável, este terá que optar entre comprar um lote a mais ou a menos. Da mesma forma, se a data em que o comprador deseja receber a mercadoria não estiver contemplada pelo contrato padrão haverá um período de defasagem.

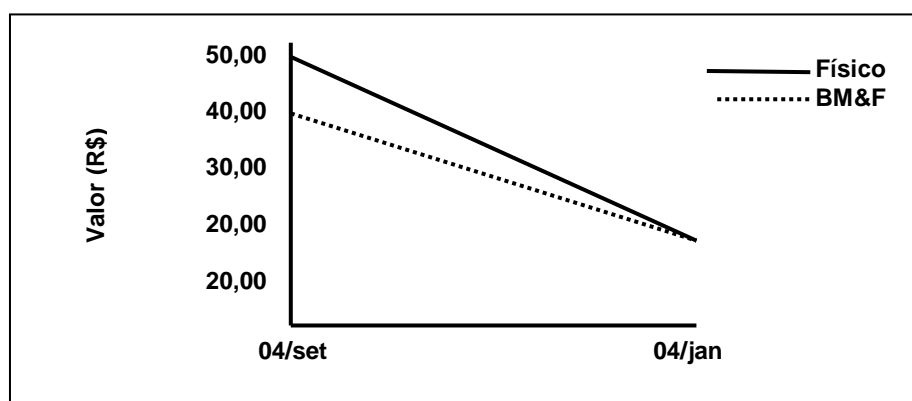
Outro conceito importante introduzido com a padronização dos contratos foi o de ajustes diários. A garantia exigida nos contratos a termo é insuficiente para cobrir todos os riscos de crédito, pois se o valor exigido fosse alto, ficaria totalmente inviabilizada a operação. Os ajustes diários proporcionam uma garantia adicional, pois obriga àqueles que tiveram perda pela variação de preço do bem contratado, em relação ao preço do dia anterior, a depositar o valor dessa variação junto à bolsa. Da mesma forma, o investidor que obteve ganho receberá, em dinheiro, o valor de seu ganho diário. Obviamente, o saldo de ganhos e perdas será zero. Dessa forma, o que ocorre é uma antecipação de ganhos e perdas diariamente, diminuindo o risco de crédito devido ao acúmulo de grandes perdas.

Para entender melhor a dinâmica desse mercado, analisemos a situação de um produtor de soja que quisesse garantir um preço mínimo de venda de R\$ 40,00/saca para quatro meses após, quando seria comercializada sua safra, receando uma possível queda nos preços. Na data, a cotação no mercado físico estava sendo praticada a R\$ 50,00/saca.

Por intermédio de uma corretora o produtor venderia na BM&F, 10 contratos futuros ao valor desejado. Vamos imaginar a ocorrência de duas hipóteses:

a) os preços descenderem

DATA	CONTRATOS NEGOCIADOS A	SACAS/ CONTRATO B	PREÇO P/ SACA (R\$) C	AJUSTE P/ SACA (R\$) D	VALOR DO AJUSTE DIARIO (A x B x D)
04/09	Vendeu 10	100	40,00	-	-
05/09	-	100	39,00	+ 1,00	+ 1.000,00
06/09	-	100	39,50	- 0,50	- 500,00
...	...	...	20,00	+ 19,50	+ 19.500,00
04/01	Comprou 10	100	20,00	-	-
Total				+ 20,00	+ 20.000,00



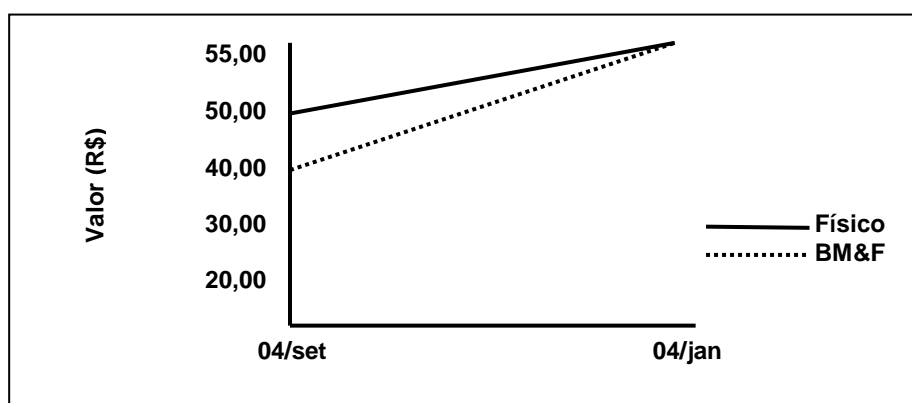
No pregão do dia seguinte ao do fechamento da operação, a cotação para janeiro teria caído para R\$ 39,00/saca. O produtor seria, então, creditado imediatamente em R\$ 1,00/saca.

No dia 06/09, se o preço subisse para R\$ 39,50, o produtor seria debitado em R\$ 0,50/saca. Salientando que o ajuste diário é a diferença entre a cotação do pregão do dia em relação à cotação do pregão do dia anterior. Assim, a conta em nome do produtor, administrada pela corretora, vai sendo creditada ou debitada diariamente, conforme as oscilações da bolsa, até liquidar a operação.

Em 04/janeiro, o produtor autorizaria a corretora a comprar contratos futuros para liquidar sua operação e venderia a produção de soja à indústria (venda física) por R\$ 20,00/saca, preço do mercado à vista. No balanço final ele teria recebido de ajustes diários R\$ 20.000,00 (R\$ 20,00 x 10 contratos x 100 sacas), que, somado aos R\$ 20.000,00 (R\$ 20,00 x 1.000 sacas), totalizariam R\$ 40.000,00 (R\$ 40,00 por saca), valor esperado no início da operação.

b) os preços subirem

DATA	CONTRATOS NEGOCIADOS A	SACAS/ CONTRATO B	PREÇO P/ SACA (R\$) C	AJUSTE P/ SACA (R\$) D	VALOR DO AJUSTE DIARIO (A x B x D)
04/09	Vendeu 10	100	40,00	-	-
05/09	-	100	42,00	- 2,00	- 2.000,00
06/09	-	100	41,50	+ 0,50	+ 500,00
...	...	...	55,00	- 13,50	- 13.500,00
04/01	Comprou 10	100	55,00	-	-
Total				- 15,00	- 15.000,00



Suponhamos que no dia 04/janeiro a soja tivesse alcançado o preço de R\$ 55,00/saca. O produtor teria as seguintes alternativas:

- autorizaria a corretora a comprar contratos futuros a R\$ 55,00 para liquidar a operação e venderia o produto ao comprador local a R\$ 55,00/saca; ou
- faria a liquidação física da operação entregando o café e recebendo R\$ 55,00/saca.

Como havia protegido o preço do seu produto na bolsa em R\$ 40,00/saca, ele teria pago, em forma de ajustes realizados durante o período da operação, a quantia de R\$ 15,00/saca. Portanto sua receita ficaria em R\$ 55.000,00 menos R\$ 15.000,00 = R\$ 40.000,00 ou R\$ 40,00 por saca, que era o que pretendia no início.

Mercado a Termo	Mercado Futuro
Baixa liquidez	Alta liquidez
Liquidação física	Liquidação Financeira
Não há ajustes diários O resultado só é conhecido no final do período	Ajustes diários
Impossibilidade de recompra/revenda	Intercambialidade
Falta de padronização de qualidade	Padronização de contratos

Negociação na Bolsa/Balcão

Negociação na Bolsa

12.5 Opções

Este mercado difere dos anteriores por conferir apenas *direitos* para o comprador e *obrigações* para o vendedor de opções, ao contrário dos mercados a termo e futuros. Dá a seu titular, um direito sobre algo, mas não uma obrigação, e a seu vendedor, uma obrigação futura, caso solicitado pelo comprador da opção. Assim, as operações com opções envolvem um titular e um lançador. Além desses termos, existem outros típicos dessas operações, citados a seguir:

- **Titular** - comprador da opção, que adquire o direito vinculado a ela;
- **Lançador** - vendedor da opção, que se obriga a cumprir o direito cedido ao titular, se por ele exigido;
- **Prêmio** - preço pago pelo titular ao lançador, decorrente do direito cedido;
- **Opção de compra (Call)** - opção que fornece ao titular o direito de comprar o ativo objeto da transação, a um preço predeterminado até certa data (no Brasil, só se pode exercer o direito na data de vencimento);
- **Opção de venda (Put)** - opção que fornece ao titular o direito de vender o ativo, objeto da transação, a um preço predeterminado até uma certa data (no Brasil, só se pode exercer o direito na data de vencimento);
- **Preço de exercício** - preço combinado para a compra ou venda do ativo objeto da transação;
- **Data de exercício** - data até a qual deve ser exercido o direito cedido pela opção;
- **Opções Americanas** - podem ser exercidas a qualquer tempo;
- **Opções Européias** - somente podem ser exercidas no vencimento;
- **Série de opção** - identifica o tipo de opção (compra/venda), o objeto da transação, a data de vencimento e o preço de exercício, Significa, portanto, uma padronização, identificando por um nome de série, todas as opções de mesmas características.

As opções possuem algumas características distintas dos contratos a termo e futuro. Primeiramente, é preciso pagar um prêmio (como nas operações de seguros) para se obter o direito. Segundo, somente uma das partes incide em obrigação, já que o titular já cumpriu sua parte no acordo, que é o pagamento do prêmio. A Liquidação da transação pode se dar apenas pela omissão do titular ao não exercer seu direito.

Percebe-se, pelo exposto, que somente o lançador incorre em risco, já que o titular não poderá perder nada mais que o prêmio, que já foi pago. Dessa forma, o sistema de margens de garantia, adotado também para as transações com opções, exclui o titular, fixando-se apenas no lançador. Para este, não será exigida margem de segurança quando o lançamento for “coberto”, isto é, quando o lançador possuir efetivamente o ativo objeto da opção. Já quando o lançamento for a “descoberto”, isto é, sem que o lançador possua o ativo negociado, este será chamado a depositar uma margem de garantia junto à bolsa, que será ajustada diariamente.

Titular	Lançador
Comprador da Opção	Vendedor da Opção
Direitos	Obrigações
Paga um prêmio ao lançador	Cobra um prêmio do titular

No mercado de bolsas, existe uma grande variedade de estratégias possíveis com opções, que dá margem a grande criatividade. Consistem na combinação de várias opções, a qual se denomina “trava”, no jargão das bolsas. Essas combinações, muitas vezes, atendem por nomes estranhos, tais como: *butterfly*, *condor*, *straddle*, *Box*, *conversion*, etc. As operações com opções é a área na qual mais existe campo para a especulação refinada, usando-se, muitas vezes, computadores para tecer complexas combinações.

Existem estratégias mais sofisticadas para negócios nesse mercado, como por exemplo:

Vender a Termo e Comprar Opções de Compra

A utilidade dessa estratégia é viabilizar proteção para o vendedor a termo que não possui as ações. Adquirindo opções de compra sobre as ações vendidas a termo, o aplicador que espera por uma baixa de mercado protege-se contra uma inesperada alta no mercado a vista.

Comprar a Termo e Lançar Opções de Compra

Com essa estratégia, o aplicador pode explorar os diferentes níveis de taxas de juros existentes nos dois mercados e, caso não seja exercido, reduzir o custo de aquisição dos títulos. Dessa forma, é possível garantir o atendimento a eventual exercício da opção pela liquidação do contrato a termo.

Expectativa dos Participantes

<i>Player</i>	<i>Opção</i>	<i>Expectativa</i>
Titular (comprador da opção)	de Compra	de <i>alta</i> no preço do ativo
Exerce	de Venda	de <i>baixa</i> no preço do ativo
Lançador (vendedor da opção)	de Compra	de <i>baixa</i> no preço do ativo
Exercido	de Venda	de <i>alta</i> no preço do ativo

12.6 Swap

O termo inglês, que significa troca, designa uma qualidade de derivativos cujo enfoque é trocar o fluxo financeiro de determinado ativo ou passivo, sem que se troque o principal. A origem dessa operação deu-se da necessidade de bancos e empresas trocarem fluxos financeiros remunerados a taxas prefixadas por fluxos remunerados a taxas pós-fixadas. É comum, também, o swap de moedas, em que empresas trocam entre si fluxos em moedas diferentes.

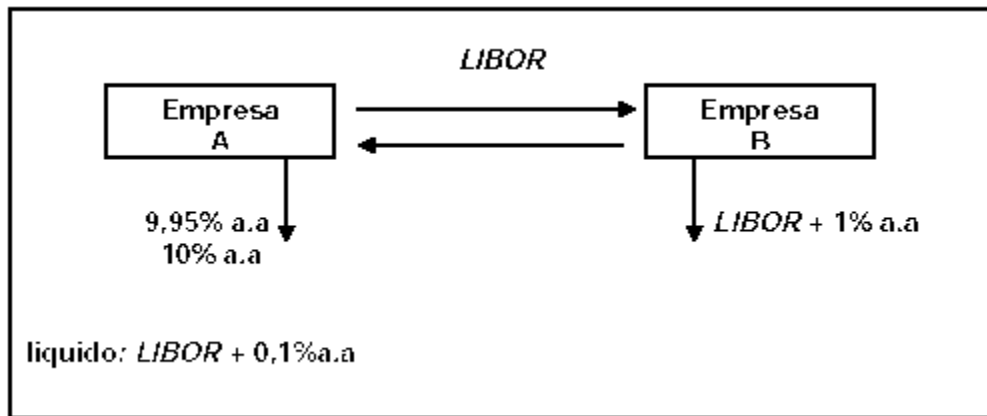
O acordo de swap de juros ocorre, como regra geral, devido ao fato de que algumas empresas possuem vantagens competitivas em determinado mercado de juros. Assim, se uma empresa tem a possibilidade de conseguir melhores taxas de financiamento no mercado de juros flutuantes, é o que fará. Outra, poderá ter maior poder de negociação no mercado de juros prefixados. No entanto, essa pode não ser a melhor solução para ambas, pois pode estar gerando descasamento em relação aos juros provenientes de seus ativos. Dessa forma, as empresas procurarão fazer um contrato que troque a taxa de juros obtida para o financiamento, casando-a com a mesma modalidade de juros de seus ativos e evitando, assim, o risco de mercado. Para que isso ocorra, será preciso que as empresas possuam riscos mutuamente exclusivos.

O exemplo mais corriqueiro, utilizado pela maioria dos textos sobre o assunto é o denominado *plain vanilla*, que mostra justamente o acordo entre duas empresas nos moldes mencionados anteriormente. Abaixo um exemplo dessa modalidade, mostrado de forma esquemática.

Supondo que:

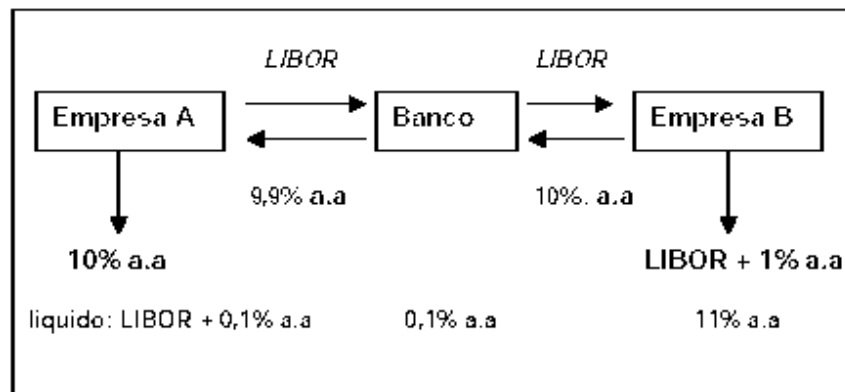
- à empresa A sejam oferecidas as taxas: 10% a.a. ou LIBOR+ 0,3% a.a;
- à empresa B sejam oferecidas as taxas: 11,2% a.a. ou LIBOR + 1 .0% a.a.

Observa-se que a empresa A possui uma vantagem no mercado de prefixados (vantagem de 1,2 pontos percentuais) maior que no mercado de pós-fixados (vantagem de 0,7% pontos percentuais), as empresas poderão efetuar o seguinte contrato de swap:



Dessa forma, tanto a Empresa A quanto a Empresa B estarão pagando menos juros do que estariam se não tivessem efetuado o swap.

É claro que, na prática, nem sempre é fácil encontrar uma contraparte que se adapte às necessidades da empresa. O usual é que se efetue o contrato através de uma instituição financeira, que possui maior facilidade para encontrar o parceiro ideal para a operação.



Note-se que, neste caso, as empresas ainda possuem um pagamento líquido inferior ao que teriam caso não tivessem feito o swap, embora os desembolsos sejam maiores que no exemplo anterior. A diferença ficou com o banco, que, assim se remunera pela intermediação e pela assunção do risco de crédito. Ressalte-se que, nos contratos de swap, o principal não é pago, liquidando-se financeiramente apenas a diferença entre os fluxos; pagando aquele que sofrer a perda, àquele que obtiver o ganho.

No mercado financeiro, as operações de Swap também são trocas, onde as partes da operação (o banco e o cliente) decidem trocar uma taxa de rendimento por outra, como por exemplo trocar uma taxa de rendimento pré-fixada pelo rendimento do CDI.

As operações de Swap são operações "sem caixa". Isto significa que nestas operações não existe movimentação financeira entre o cliente e o banco no momento de contratação da operação (como acontece com um CDB). No vencimento da operação existe um ajuste, onde as partes verificam os rendimentos das taxas envolvidas na operação e efetuam os pagamentos referentes às diferenças nestes rendimentos.

12.6.1 Exemplos de operações de swap no mercado financeiro

Swap Pré

Este é um Swap de uma taxa pré-fixada por uma taxa pós-fixada. Na operação, o cliente ficará passivo a uma taxa pós-fixada e ativo em uma taxa pré-fixada. No final do período do Swap, será feito o ajuste referente às diferenças de rendimento geradas pelas duas taxas envolvidas.

Se a taxa efetiva pré-fixada no período for maior que a taxa pós-fixada o Swap terá um ajuste positivo para o cliente que irá receber este ajuste descontado de 20% referente ao Imposto de Renda. Se a taxa pré-fixada efetiva no período for menor que a taxa pós-fixada o Swap terá um ajuste negativo para o cliente, que

deverá pagar este ajuste ao banco (não há cobrança de Imposto de Renda nos casos onde o ajuste foi negativo para o cliente).

Um exemplo prático da operação de Swap Pré seria um Swap de uma taxa pré-fixada de 20% contra 100% do CDI por 30 dias. O significado desta operação é que o cliente ficará ativo em uma taxa pré-fixada de 20% e passivo em 100% do CDI e valerão as regras de ajuste descritas acima.

Swap Dólar

Este é um Swap da Variação Cambial acrescida de uma taxa de juros contra uma taxa pós-fixada, que normalmente é o CDI. Na operação, o cliente ficará passivo a uma taxa pós-fixada e ativo em variação cambial acrescida de uma taxa de juros.

No final do período do Swap, será feito o ajuste referente às diferenças de rendimento geradas pelas duas taxas envolvidas. Se a variação cambial acrescida da taxa de juros no período for maior que a taxa pós-fixada o Swap terá um ajuste positivo para o cliente que irá receber este ajuste descontado de 20% referente ao Imposto de Renda.

Se a variação cambial acrescida da taxa de juros no período for menor que a taxa pós-fixada o Swap terá um ajuste negativo para o cliente, que deverá pagar este ajuste ao banco (não há cobrança de Imposto de Renda nos casos onde o ajuste foi negativo para o cliente).

Um exemplo prático da operação de Swap de Dólar seria um Swap da Variação Cambial (VC) mais juros de 8% a.a. contra 100% do CDI por 30 dias. O significado desta operação é que o cliente ficará ativo em variação cambial acrescida de 8% a.a. e passivo em 100% do CDI e valerão as regras de ajuste descritas acima.

Este Swap é normalmente usado por empresas para fazer *hedge*, ou seja, para se proteger da desvalorização cambial quando possui obrigações futuras na moeda estrangeira.

Swap Forward

Este é um Swap da variação cambial contra uma taxa pré-fixada, derivada de uma estimativa da variação cambial no período do Swap. Na operação, o cliente ficará passivo a uma taxa pré-fixada e ativo em variação cambial. No final do período do Swap, será feito o ajuste referente às diferenças de rendimento geradas pelas duas taxas envolvidas.

Se a variação cambial no período for maior que a taxa pré-fixada o Swap terá um ajuste positivo para o cliente que irá receber este ajuste descontado 20% referente ao Imposto de Renda. Se a variação cambial no período for menor que a taxa pré-fixada o Swap terá um ajuste negativo para o cliente, que deverá pagar este ajuste ao banco (não há cobrança de Imposto de Renda nos casos onde o ajuste foi negativo para o cliente).

Em termos práticos, a operação é uma compra sintética de dólar futuro onde o cliente estará comprando dólar em um determinado preço no futuro. Se o dólar ultrapassar este preço, o cliente irá receber o ajuste do Swap do banco, descontado os 20% referentes ao Imposto de Renda. Caso contrário, o cliente terá um ajuste negativo e deverá pagar este ajuste para o banco.

Um exemplo prático da operação de Swap Forward seria um Swap da variação cambial (VC) contra uma taxa pré-fixada de 10% a.a. por 30 dias. O significado desta operação é que o cliente ficará ativo em variação cambial e passivo a uma taxa pré-fixada de 10% a.a. e valerão as regras de ajuste descritas acima.

Esta operação também serve como um *hedge*, porém com alguma diferença do Swap de Dólar, pois o cliente já saberá no momento do início da operação o preço que pagará no dólar futuro. Além disso, é mais prático para as empresas pois em um *hedge* cambial normal (swap cambial) é necessário trazer a valor presente o valor futuro da dívida em dólar e no caso do swap forward o valor presente da operação de *hedge* é igual ao valor futuro da dívida, já que a empresa fica ativa apenas na variação cambial.

Swap IGP-M

Este é um Swap de uma taxa pós-fixada contra o IGP-M (Índice Geral de Preços de Mercado). Como exemplo um cliente pode solicitar um swap, onde ele fique ativo em IGP-M + 9% a.a. e passivo a 100% do CDI por um prazo de 360 dias.

No final do período do Swap, será feito o ajuste referente às diferenças de rendimento geradas pelas duas taxas envolvidas. Caso a variação do IGP-M + 9% a.a. seja maior que a variação do CDI no período, o cliente receberá um ajuste positivo descontado 20% de Imposto de Renda sobre o rendimento bruto obtido.

Caso contrário o ajuste será negativo para o cliente, que deverá pagar este ajuste ao banco, não havendo cobrança de Imposto de Renda nos casos onde o ajuste foi negativo para o cliente.

12.7 Participantes do Mercado de Derivativos

Diante da dinâmica existente no mercado de derivativos, os agentes econômicos podem se posicionar de acordo com sua análise de cenário para aquele ativo-objeto, ou até mesmo aproveitar oscilações em outros mercados. O desenvolvimento do mercado de bolsas de valores e derivativos como forma de financiamento de empresas, forçou a especialização de seus participantes, de acordo com sua atuação nesse mercado. Esses participantes podem ser identificados numa das seguintes categorias:

12.7.1 Hedger

É a pessoa ou empresa que deseja proteger-se contra variações de preços, taxas ou índices. Para isso, o *hedger* utiliza-se de instrumentos financeiros de derivativos para assegurar o preço futuro de seu produto ou taxa. O caso mais corriqueiro é a do produtor de *commodity* (soja, por exemplo), que deseja assegurar antecipadamente o preço de seu produto após a colheita. Para isso irá efetuar um contrato a termo ou comprará uma opção de venda.

O *hedger* pode, igualmente, procurar proteção contra a elevação das taxas de juros pós-fixada contratada na aquisição de financiamento, ou assegurar a taxa de câmbio que incidirá, no recebimento, sobre seus produtos exportados.

12.7.2 Especulador

É a pessoa ou empresa que, não estando ligado a atividade relacionada ao bem contratado, assume o risco de variações de preços, visando a obtenção de lucro. E, portanto, um elemento fundamental para que o *hedger* possa efetuar sua operação, dando liquidez aos contratos. Ao operar no mercado de derivativos, o especulador antecipa expectativas de preços, contribuindo para a sua formação futura e dando-lhe maior transparência).

E do senso comum, no entanto, a identificação do especulador com a manipulação de preços e com a atitude a ética. Julga-se o especulador como um apostador, que gosta de riscos e que aposta sempre na derrocada da contraparte. Na verdade, o risco é inerente a toda atividade econômica. Ao se plantar ou produzir, planta-se e produz-se, igualmente, um risco: seja ele o de quebra de safra, de queda de preços ou de não aceitação do produto. O repasse do risco embutido na atividade econômica se é possível se houver abrem disposto a assumi-lo. Eis, pois, a importância do especulador não só para o mercado financeiro, mas também para o mercado real. já que este depende daquele.

12.7.3 Arbitrador

É a pessoa ou empresa que opera em vários mercados simultaneamente com o intuito de obter lucros em distorções momentâneas de preços. A distorção pode ocorrer tanto no mercado à vista quanto entre o mercado a vista e o futuro. Dessa forma, o arbitrador passa a ser responsável pela eliminação de distorções do mercado, efetuando um importante trabalho de equalização.

12.7.4 Financiador

Eventualmente pode fazer parte desse mercado a figura do financiador, que fornece os recursos para financiamento de determinada posição lucrativa. Entra no mercado financiando posições seguras. Estrutura operações.

12.8 Objetivos das Operações com Derivativos

Especulação

- Ganho baseado na expectativa
- Assunção de risco no ativo

Hedge

- Proteção de posição do ativo-objeto
- Redução de risco

Arbitragem

- Ganho baseado no desequilíbrio do mercado
- Sem risco

Financiamento

- Operação de aplicação / captação
- Sem risco do ativo-objeto

12.9 Principais Funções do Mercado de Derivativos

- Dar transparência/visibilidade na formação de preços dos ativos e commodities;
- Permitir transferências de risco de preços;
- Possibilidade de alavancagem de preços;
- Possibilidade de definição do custo futuro do dinheiro na formação das taxas de juros.

12.10 Vantagens do Mercado de Derivativos

- Divulgação dos preços das mercadorias;
- Disseminação de estatísticas;
- Garantia de preços futuros;
- Criar defesas contra variações adversas;
- Estimular a liquidez do mercado;
- Atração do capital de risco;
- Melhor gerenciamento do risco;
- Realizações de grandes negócios com pouco capital e com risco conhecido.

13 BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS – BM&F

A Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), é uma bolsa de futuros, uma associação sem fins lucrativos, organizada para proporcionar a seus membros as facilidades necessárias à realização de negócios (compra e venda) em mercados de liquidação futura. Além de manter local físico adequado à condução de

negócios (sala de pregões) e plataformas de negociação eletrônica, cabe à bolsa, dentre outros, criar produtos, aperfeiçoar e desenvolver mercados e manter cursos de formação profissional. Os mercados da BM&F são regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Banco Central do Brasil

A BM&F é constituída como um clube, cujos associados possuem títulos, patrimoniais ou não. Existem várias categorias de associados: Sócios Efetivos, Membros de Compensação, Operadores Especiais, Corretoras de Mercadorias, dentre outros, cada qual envolvendo direitos e deveres específicos. Por exemplo: as Corretoras de Mercadorias estão autorizadas a intermediar negócios na BM&F para terceiros, mantendo, para tanto, funcionários especializados; os Operadores Especiais estão autorizados a realizar negócios para sua própria conta. Cada detentor de título paga à Bolsa uma taxa de manutenção, chamados de emolumentos. A Bolsa cobra ainda, de cada negócio realizado, custos operacionais, cujos recursos são destinados, dentre outros, à manutenção das estruturas funcional e operacional da Bolsa, ao desenvolvimento de mercados, ao aprimoramento tecnológico e à formação de seus associados.

A BM&F mantém a negociação de contratos nas modalidades físico, futuro, opções e termo, nos mercados de balcão, eletrônico e a viva-voz, referenciados nas seguintes commodities: taxas de juro, taxas de câmbio, índice de ações, ouro, cupom cambial, títulos da dívida, soja, milho, açúcar, café, boi gordo, álcool anidro e algodão.

Clearinghouse ou câmara de compensação é o sistema pelo qual as bolsas garantem o fiel cumprimento de todos os compromissos de compra ou venda assumidos em pregão ou eletronicamente. É montada uma estrutura, que pode ser interna ou externa à bolsa (no caso da BM&F, a *clearing* é um departamento interno, a Diretoria de Liquidação e Custódia), responsável pelo registro das operações realizadas, pelo acompanhamento e controle da evolução das posições mantidas, pela compensação financeira dos fluxos de pagamentos, pela liquidação física (por entrega) ou financeira (por diferença de preços) dos contratos e pela administração das garantias financeiras exigidas dos participantes. O processo segue, em linhas gerais, a seguinte dinâmica: as operações são realizadas por intermédio das Corretoras de Mercadorias (que operam em seu próprio nome ou para seus clientes) ou pelos Operadores Especiais (que realizam negócios por conta própria); depois, é efetuado o registro das mesmas, sob a responsabilidade de Membros de Compensação; finalmente, essas operações, quando de seu vencimento, são liquidadas entre os Membros de Compensação e a BM&F. Uma *Clearing* de Ativos está sendo constituída como consequência da compra de direitos operacionais da BVRJ/Bovespa.

14 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Mercado de Títulos Públicos e Operações no Mercado Aberto no Brasil*. Brasília. 2002.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Reformulação nos Meios de Pagamento*. Departamento Econômico (Depec). Nota Técnica nº 3. Brasília. 2001.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Finanças Públicas*. Departamento Econômico (Depec). Brasília. 2000.
- BANCO DO BRASIL S.A. *Consultoria em Investimentos Financeiros* – Brasília. Gráfica BB. 1999.
- BANCO DO BRASIL S.A. Site <http://www.bb.com.br>, pesquisa efetuada em março/2003.
- BERCIELLI, Francisco O. *Economia Monetária* – São Paulo. Editora Saraiva. 2000.
- BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS, Informações divulgadas no site <http://www.bmf.com.br/> pesquisa efetuada em março/2003.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. *Como Atuar no Mercado a Termo* – São Paulo. Bovespa. 1997.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. *Manual do Novo Mercado* – São Paulo. Ed. Bovespa. novembro/2001.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, Informações divulgadas no site <http://www.bovespa.com.br/>, pesquisa efetuada em março/2003.
- CARVALHO, Nelson Marinho. *Evidenciação de Derivativos* – Caderno de Estudos nº 20. São Paulo. FIECAFI. 1999.
- CETIP - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos - Site <http://www.cetip.com.br/> pesquisa efetuada em março/2003.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Cartilha Governança Corporativa*, site <http://www.cvm.gov.br/>, pesquisa efetuada em março/2003.
- FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro - Produtos e Serviços* - Rio de Janeiro. Qualitymark Editora. 12ª Edição. 1999.
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira* – São Paulo. Editora Harbra. 7ª Edição. 2002.
- INVESTSHOP. *Guia de Ações* – Site <http://www.investshop.com.br/hom/index.asp>, pesquisa efetuada em março/2003.
- JÚNIOR, Antonio M. D. *Risco: Definições, Tipos, Medição e Recomendações para seu Gerenciamento*. Paper divulgado no site <http://br.groups.yahoo.com/group/risco-de-mercado/>
- LOPES, João do Carmo e ROSSETTI, José Paschoal. *Economia Monetária* – São Paulo. Editora Atlas. 6ª Edição. 1992.
- LUNDBERG, Eduardo. *Política Monetária e Supervisão do SFN no Banco Central* – Brasília. Trabalhos para Discussão nº 2. Banco Central do Brasil. 2000.
- MELLAGI FILHO, Armando e ISHIKAWA, Sérgio. *Mercado Financeiro e de Capitais* – São Paulo. Editora Atlas. 2000.
- ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph., JORDAN, Bradford. *Princípios de Administração Financeira* – São Paulo. Editora Atlas. 2ª Edição. 2000.
- SANDRONI, Paulo. *Dicionário de Economia* – São Paulo. Editora Best Seller. 5ª Edição. 1996.
- SANT'ANA, José Antônio. *Economia Monetária – A moeda em uma economia globalizada* – Brasília. Editora Universidade de Brasília. 1997.
- SANVICENTE, Antônio Zoratto. *Administração Financeira* – São Paulo. Editora Atlas. 3ª Edição. 1990.

SECURATO, José Roberto. *Decisões Financeiras em Condições de Risco* – São Paulo. Editora Atlas.1996.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. *Derivativos - Definições, Emprego e Risco* – São Paulo. Editora Atlas. 2ª Edição. 1998.