

## Capítulo 5 – Mercado de Capitais

### 5.1 Apresentação do capítulo

O objetivo deste capítulo é apresentar as características mais importantes do mercado de capitais, seus objetivos, modalidades operacionais e participantes. É dado destaque especial aos aspectos vinculados à governança corporativa (pilar do recente desenvolvimento do mercado) e aos produtos e serviços oferecidos aos investidores (ETF, Depositary Receipts e BTC). Ao final, você terá visto:

- ✓ uma visão compreensiva do funcionamento do mercado de capitais;
- ✓ definições e características do Banco de Títulos (BTC);
- ✓ apresentação dos conceitos e dos segmentos de governança corporativa na BM&FBOVESPA;
- ✓ detalhamento das metodologias existentes de índices de ações
- ✓ apresentação dos principais índices acompanhados;
- ✓ discussão sobre os Exchange Traded Funds (ETFs) e clubes de investimentos;
- ✓ visão geral sobre títulos emitidos no Exterior.

Na página seguinte, você encontrará o quadro de orientações de estudo para a prova de certificação do PQO BM&FBOVESPA deste capítulo. Identifique a prova que irá fazer e estude os tópicos sugeridos.

Bons estudos!!!

**Quadro de orientações de estudo para a prova de certificação do PQO BM&FBOVESPA**

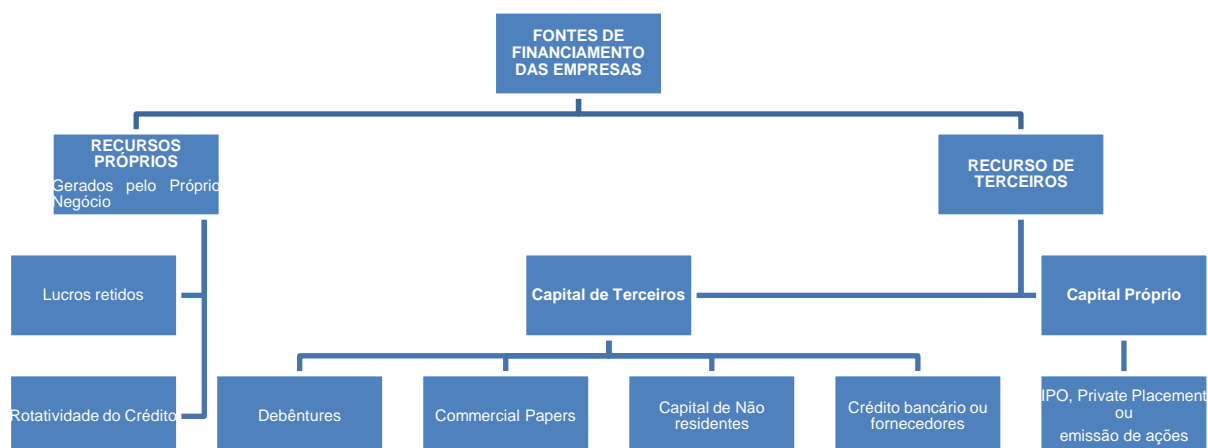
<b>Tipos de provas</b>	<b>Item 5.2 Pág. 1</b>	<b>Item 5.3 Pág. 15</b>	<b>Item 5.4 Pág. 27</b>	<b>Item 5.5 Pág. 28</b>	<b>Item 5.6 Pág. 39</b>	<b>Item 5.7 Pág. 42</b>	<b>Item 5.8 Pág. 44</b>
<b>Operações BM&amp;FBOVESPA</b>	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<b>Operações segmento Bovespa</b>	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<b>Operações segmento BM&amp;F</b>	✓			✓			
<b>Comercial</b>	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<b>Compliance</b>	✓						
<b>Risco</b>	✓	✓		✓	✓	✓	✓
<b>Back Office BM&amp;FBOVESPA</b>	✓	✓		✓	✓	✓	✓
<b>Back Office segmento Bovespa</b>	✓	✓		✓	✓	✓	✓
<b>Back Office segmento BM&amp;F</b>	✓						

## 5.2 O mercado de capitais

O mercado de capitais é um sistema criado para facilitar a capitalização das empresas, contribuindo para a geração de riqueza à sociedade. Investidores de diversos portes e com propósitos diferentes participam desse mercado, tornando possível o funcionamento de importante e alternativo mecanismo de financiamento das empresas: a abertura de capital mediante a emissão e venda de ações ao público (veja Diagrama 1).

As bolsas de valores criam, organizam e regulam mercados, onde as ações emitidas podem ser negociadas com confiabilidade e transparência.

**Diagrama 1 – Fontes de financiamento**



**Fonte:** elaboração própria com base em publicações da CNBV.

### FONTES DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

#### 1) Fontes internas

- a) Lucros retidos: os lucros retidos podem ser considerados como uma emissão inteiramente subscrita pelos próprios acionistas que tenham direitos aos dividendos. O impacto sobre o valor da empresa na distribuição de lucros é tema controverso. Basicamente, há duas correntes teóricas: uma afirma que a política de dividendos é irrelevante (o que importa é que a empresa tenha projetos rentáveis) e a outra que dá importância à distribuição de dividendos (alguns investidores preferem receber dividendos face às incertezas futuras).

- b) Rotatividade do crédito: uma empresa pode autofinanciar seu crescimento melhorando a relação entre o tempo de uso do capital próprio e o de terceiros. Isso pode ser feito, por exemplo, reduzindo o período pelo qual o caixa da empresa está bloqueado em estoques e outros ativos correntes, antes de ter novas receitas pelos produtos e serviços produzidos ou encurtando os prazos de recebimento e aumentando os de pagamento.

## 2) Fontes externas

- a) Recursos de terceiros: o capital de terceiros inclui qualquer tipo de fundo obtido via empréstimo, com ou sem concessão de garantias reais. Dentre eles, estão:

- Debêntures: são títulos emitidos por sociedades anônimas. Caracterizam-se por ter prazo superior a um ano e pela flexibilidade em relação a amortização e garantias. Somente as companhias abertas, com registro na CVM, podem efetuar emissões públicas de debêntures.
- Commercial papers: são notas de curto prazo emitidas por instituições não financeiras. Ao contrário das debêntures, os commercial papers podem ser emitidos por uma sociedade anônima, sem capital aberto. Geralmente, apenas grandes empresas, de sólida capacidade financeira, têm condições de emitir com sucesso estes títulos de curto prazo.
- Créditos: são fontes de financiamento de curto prazo fundamentais na estrutura de capital da empresa para financiar boa parte do ativo circulante, tais como caixa, títulos negociáveis, duplicatas a receber e estoques, todos garantindo a operação. A forma mais típica de financiamento de curto prazo não garantido é a carteira de duplicatas a pagar, que se origina da operação da empresa.
- Capital de não residentes: as empresas têm a opção de se financiarem com a obtenção de recursos provenientes do Exterior. Incluem-se, nesta modalidade, os créditos comerciais (como as export notes – títulos emitidos por empresas exportadoras com os quais levantam recursos para financiar a produção a ser exportada). Além disso, cabe mencionar que, com o lançamento de valores mobiliários, as empresas realizam a captação de recursos, mediante investimentos de instituições nacionais e estrangeiras.

- b) Capital próprio: aumento de capital – o lançamento de ações, em colocação “primária” (pública ou privada) pode ocorrer tanto na fase de abertura de capital como quando a empresa já possui o registro de companhia aberta, mas opta por captar novos recursos via mercado de capitais. Quando o lançamento ao público de um lote de ações é realizado por um acionista (que já detém as ações), a operação é chamada distribuição secundária e não resulta na captação de novos recursos para a companhia.

Cada um desses tipos de financiamento tem custos e obrigações diferentes e a relação entre eles, em particular entre os recursos de terceiros e os próprios, determina a estrutura de capital das empresas e condiciona a rentabilidade do empreendimento.

O uso de fontes internas de financiamento impacta diretamente a rentabilidade esperada do investimento, reduzindo o fluxo futuro de rendimentos, o que tira a atratividade desta alternativa.

A emissão de títulos e os empréstimos bancários são as fontes de financiamento mais utilizadas pelas empresas brasileiras. Na segunda metade dos anos 2000, com a consolidação do mercado

acionário e a estabilidade econômica alcançada no Brasil aumentou consideravelmente o número operações de abertura de capital por ofertas públicas de ações (IPO – Initial Public Offering). Ao emitir ações, a empresa “abre” seu capital à participação dos investidores:

- ✓ quem adquirir as ações torna-se sócio da empresa e mantém essa condição enquanto as mantiver sob sua propriedade;
- ✓ a qualquer momento, essas ações poderão ser vendidas, em mercados organizados, a terceiros (que se tornam “novos sócios”);
- ✓ o processo pode ser repetido indefinidamente. Todavia, para que o procedimento funcione e para garantir os direitos dos novos sócios, é necessário um conjunto de normas que organizem e permitam o controle desde a emissão até a negociação em bolsa.

O mercado de capitais compreende tanto o [mercado de bolsa](#), organizado por uma ou mais instituições e regulamentado por organismos governamentais (no Brasil, pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM), quanto o [mercado de balcão](#). Este último é denominado mercado de balcão [organizado](#), quando existe fiscalização governamental e [não organizado](#) nos demais casos.

No mercado de capitais são negociadas ações e outros títulos de dívida de emissão das empresas, tais como debêntures (simples e conversíveis em ações), commercial papers e bônus de subscrição e certificados de depósito de ações, entre outros. Esses instrumentos são denominados [valores mobiliários](#). Por essa razão, embora os valores mobiliários compreendam outras categorias além das mencionados (por exemplo, os derivativos), pode-se considerar a expressão “mercado de valores mobiliários” como sinônimo de mercado de capitais.

### Valores mobiliários

Todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, mas do qual espera obter ganho ou benefício futuro. As Leis 6.385, de 7/12/76 e 10.303, de 31/10/01 relacionam como valores mobiliários:

1. ações, debêntures e bônus de subscrição;
2. cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários;
3. certificados de depósito de valores mobiliários;
4. cédulas de debêntures;
5. cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
6. notas comerciais;
7. contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
8. outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;
9. quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

É importante ressaltar que a CVM excluiu expressamente da relação de “valores mobiliários” os títulos das dívidas públicas federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures).

No mercado de capitais brasileiro, as ações de emissão das sociedades anônimas são os valores mobiliários mais negociados.

### EMIÇÃO DE AÇÕES

Ações são valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas. Representam a fração mínima do capital das empresas. Ao comprar uma ação, os investidores se tornam coproprietários do empreendimento, tendo direito à participação em seu resultado.

As sociedades anônimas emitem ações e as ofertam a investidores (instituições financeiras ou não, ou mesmo pessoas físicas) por meio de ofertas públicas ou privadas. Na oferta pública, o esforço de venda é precedido pelo registro do processo junto à CVM, dando assim garantias aos investidores de que os requisitos de abertura de informações foram atendidos (isso inclui folhetos, prospectos, publicações etc.).

Quando esse registro não é realizado e a colocação é feita junto a um grupo restrito de indivíduos ou instituições (por exemplo, entre os que já detêm ações da companhia ou entre os funcionários ou diretores da empresa) e quando não é utilizado qualquer meio de comunicação para divulgar a venda, dá-se o nome de **oferta privada**.

### Oferta pública e privada

As ofertas públicas de colocação de ações e outros valores mobiliários são denominados Initial Public Offering (IPO) em oposição às ofertas iniciais privadas (ou private placement).

Quando as ações de uma companhia são negociadas em bolsas de valores ela é caracterizada como empresa de capital aberto. Nos demais casos, diz-se que a empresa é uma sociedade anônima de capital fechado.

As ações podem ser **escriturais** ou representadas por certificados. Além disso, classificam-se em **ordinárias** ou **preferenciais** conforme possuam ou não direito a voto, respectivamente, e conforme seja definida a prioridade na distribuição de dividendos.

### Definições

**Escriturais:** ações que não são representadas por certificados, não necessitando da emissão de cautelas para sua transferência. São escrituradas por um banco, o qual deposita as ações da empresa e realiza os lançamentos a débito ou a crédito dos acionistas, não existindo movimentação física dos documentos.

**Ordinárias:** ações que, além de proporcionarem participação nos resultados da empresa aos seus titulares, conferem o direito a voto em assembleias gerais.

**Preferenciais:** ações que garantem ao acionista a prioridade no recebimento de dividendos (geralmente em percentual mais elevado do que o atribuído às ações ordinárias) e no reembolso de capital, no caso de dissolução da sociedade. Em geral, não conferem direito a voto em assembleia.

São consideradas títulos de renda variável por terem valorização e benefícios que não são conhecidos no início do investimento. Parte dessa renda é composta de dividendos ou participação nos resultados e benefícios concedidos pela empresa e a outra parte advém do eventual ganho de capital obtido com a sua venda em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

De acordo com o *Guia de Mercado de Capitais da Nova Bolsa – BM&FBOVESPA*, as empresas propiciam benefícios a seus acionistas, os quais podem ser:

- **Proventos** – os quais podem ser classificados em:
  - **Dividendos:** parcela dos lucros paga aos acionistas em dinheiro, estabelecida no estatuto da empresa (no mínimo, iguais a 25% dos lucros anuais da empresa).
  - **Juros sobre o capital próprio:** além da distribuição de dividendos, a empresa pode remunerar seus acionistas por meio do pagamento de juros sobre o capital próprio baseado em reservas patrimoniais de lucros retidos em exercícios anteriores. Esse procedimento segue regulamentação específica.
  - **Bonificação em ações:** distribuição gratuita de ações aos acionistas de forma proporcional às parcelas que os mesmos possuem. Resulta do aumento de capital, por incorporação de reservas ou lucros em suspenso. A bonificação representa a atualização da cota de participação do acionista no capital da empresa.
  - **Bonificação em dinheiro:** além de distribuir os dividendos aos seus acionistas, as empresas poderão, em alguns casos, conceder uma participação adicional nos lucros, realizando, assim, uma bonificação em dinheiro.
- **Direito de preferência na aquisição de ações (subscrição):** os acionistas ainda podem ter o direito de aquisição de novo lote de ações (com preferência na subscrição) em quantidade proporcional às possuídas. Vale observar que o exercício de preferência na subscrição de novas ações não é obrigatório. Dessa forma, o acionista poderá vender esses direitos a terceiros em bolsa.

### Curiosidade!

O que significa **split** de ações? Trata-se de uma operação na qual uma ação da empresa é dividida em  $n$  novas ações – dessa forma, o investidor que detinha uma ação passa a ter  $n$  ações, não alterando sua participação acionária. Somente o valor individual da ação decresce (e, consequentemente, o capital da sociedade não se modifica). O objetivo do split é aumentar a liquidez dos papéis da empresa, tornando-a acessível a um maior número de agentes, de forma a causar queda em seus preços de mercado, aproximando-os de sua cotação média verificada na Bolsa.



## A COMPANHIA DE CAPITAL ABERTO

A companhia de capital aberto é aquela cujos títulos de emissão própria (ações, debêntures, bônus de subscrição, commercial papers) estão registrados na **Comissão de Valores Mobiliários – CVM** e distribuídos entre o público, podendo ser negociados no mercado de bolsa ou de balcão organizado. Observe-se que a distribuição pode resultar de um processo de oferta pública ou privada.

Tais companhias podem obter recursos adicionais com a emissão de novas ações, da mesma forma que empresas constituídas sob outra forma jurídica (por exemplo, as limitadas) podem obtê-los ao tornarem-se sociedades de capital aberto.

O processo pelo qual uma companhia fechada se transforma em aberta é denominado de abertura de capital. Após a solicitação e entrega da documentação pertinente (balanços publicados dos últimos exercícios sociais, cópia do estatuto e das suas alterações, atas de assembleias etc.), a CVM outorga o “registro de companhia aberta”.

A abertura do capital de uma empresa pode ser realizada a qualquer momento de sua existência, captando recursos do público por meio de:

- ✓ emissão de debêntures simples ou conversíveis em ações;
- ✓ emissão de bônus de subscrição, ou de subscrição de ações, ou de subscrição de ações resgatáveis;
- ✓ combinação das modalidades citadas.

O registro na CVM e o atendimento às normas legais são fundamentais para garantir os direitos do acionista e dar credibilidade ao sistema. Na tentativa salutar de adequar o mercado acionário ao contexto da nova economia, na virada do milênio, a BM&FBOVESPA criou segmentos diferenciados para listagem das empresas negociadas em seus mercados. Trata-se do Novo Mercado, e dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Bovespa Mais (no mercado de balcão). Em todos os casos, a adesão das companhias é voluntária e exige a assinatura de um contrato com a Bolsa.

Ao participar desses segmentos de negociação, as empresas se submetem a normas de “boa prática de **governança corporativa**” que devem favorecer o funcionamento do mercado como fonte de captação de recursos das empresas. Os direitos dos acionistas também são fortalecidos, pois as partes firmam o compromisso de respeitar normas de transparência e de dispersão acionária e de equilíbrio de direitos entre acionistas controladores e minoritários. Dentre essas regras, que se aplicam de maneira diferenciada aos quatro níveis, destacam-se:

- ✓ emissão de ações ordinárias unicamente (todas as ações têm direito a voto) ou concessão de direito a voto em assuntos específicos aos detentores de ações preferenciais;
- ✓ formação de um Conselho de Administração com um número mínimo de membros e mandato limitado;

- ✓ direito de tag along do acionista (receber oferta de compra de suas ações, caso seja vendido o controle acionário da empresa);
- ✓ adesão à arbitragem para solução de conflitos societários (evitando os processos judiciais comuns);
- ✓ realização de, no mínimo, uma reunião pública anual com acionistas e executivos da empresa;
- ✓ esforço em diversificar os acionistas para ter, no mínimo, 20% de membros independentes no Conselho de Administração (no Nível 2 e no Novo Mercado);
- ✓ melhoria das informações contábeis e gerenciais apresentadas trimestralmente e anualmente e, inclusive, o uso de padrões internacionais de demonstrações financeiras.

No mercado de balcão organizado **Bovespa Mais**, o objetivo é facilitar a abertura de capital por empresas envolvidas em projetos de longo prazo. Os investidores que atuam nesse segmento priorizam o rendimento potencial à liquidez.

### Definição

**Governança corporativa** é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

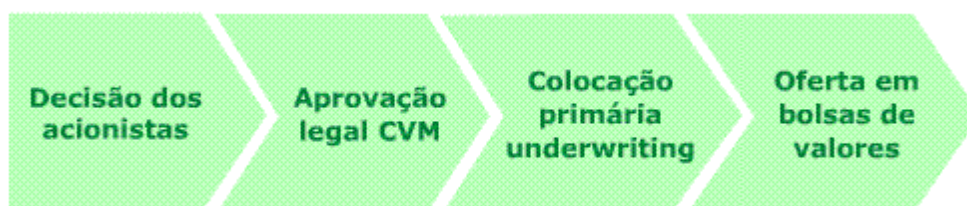
**Fonte:** ABGC

A aplicação desses princípios não é uma condição suficiente para o aumento de valor da empresa. De fato, espera-se que esse incremento ocorra pelo aumento de eficiência geral de sua gestão interna (responsabilidade da direção da empresa e de seus executivos) derivado de sua aplicação em empresas com atividades bem definidas, lucrativas e adequadamente administradas.

## A ABERTURA DE CAPITAL

Uma vez autorizada a emissão de ações ou debêntures, as empresas iniciam o processo de oferta pública mediante o underwriting (veja Diagrama 2). Bancos de investimento e outras entidades especializadas em lançamentos no chamado “mercado primário” adquirem todos ou parte dos títulos emitidos por uma empresa para revendê-los no mercado secundário. Essa primeira compra frequentemente é realizada por um pool de instituições.

Diagrama 2 – Abertura de capital



- **Decisão dos acionistas:** a decisão da abertura do capital deve ser tomada em Assembleia Geral.
- **Aprovação pela CVM:** a Comissão de Valores Mobiliários define os procedimentos a serem seguidos para obter a autorização para a oferta pública das novas ações.
- **Underwriting:** o processo de colocação das novas ações no mercado primário de capitais é o denominado underwriting. Observe as suas formas:

**Underwriting firme ou puro:** é a operação na qual a intermediadora (o underwriter) subscreve e integraliza todo o lote de ações emitidas pela empresa para depois revender ao público. A instituição financeira intermediadora assume, então, total risco da colocação das ações no mercado, já que se responsabiliza pelo pagamento total das ações lançadas à companhia emitente. Representa, portanto, um compromisso firme dos intermediários financeiros.

**Stand-by underwriting ou compromisso firme de subscrição:** a instituição financeira intermediadora não se compromete pela integralização total das ações lançadas. As ações não absorvidas pelo mercado podem ser devolvidas ao emitente ou ter subscrição total por parte da instituição financeira intermediadora.

**Best-efforts underwriting ou melhor esforço:** a entidade financeira intermediadora se compromete a colocar no mercado o maior número possível de ações, devolvendo para a empresa, no final, as que sobraram. Com isso, a companhia emitente assume todo o risco do lançamento de suas ações.

- **Oferta em bolsa:** as ações adquiridas no mercado primário podem ser registradas em bolsa para sua negociação no mercado secundário.

O processo de abertura do capital requer a ativa participação de instituições financeiras, em geral bancos de investimento conduzem todo o processo. Garante-se, assim, que os passos dados pela empresa para realizar a oferta pública atendam aos requisitos da CVM e cheguem de maneira ordenada ao conhecimento dos potenciais investidores e se possa definir um preço adequado para as ações que estão sendo emitidas.

De maneira resumida, os passos a serem seguidos por uma empresa para abrir capital são os seguintes:

1. celebrar acordo com um banco de investimento interessado em coordenar o processo de abertura do capital (ele será o coordenador líder do processo);
2. a empresa inicia o processo de pedido de registro de companhia aberta na CVM;
3. simultaneamente, faz o requerimento para autorizar a distribuição pública de valores mobiliários;
4. o coordenador líder em conjunto com especialistas (advogados e auditores) analisam e definem o estado atual e as perspectivas da empresa, bem como os riscos associados a sua atividade;
5. a partir da informação gerada no passo anterior, conhecida como due dilligence, elabora-se o prospecto de oferta que descreve, para o público interessado, todas as características e benefícios do investimento nessas ações;
6. finalizados os passos anteriores, procede-se à publicação do aviso de mercado onde se comunicam as características básicas da oferta;
7. a partir da comunicação ao mercado, levantam-se as intenções de investimento junto ao público (potenciais investidores como grandes investidores, fundos etc.) em processo conhecido como road-show;
8. o coordenador líder e as demais instituições financeiras (outros bancos de investimentos e corretoras) participantes do processo de abertura procuram obter reservas de compra por parte dos investidores;
9. com toda a informação disponível inicia-se o processo de fixação do preço de oferta (frequentemente realiza-se uma espécie de leilão fechado, denominado bookbuilding, onde cada participante faz suas ofertas sem conhecer as dos demais participantes);
10. realizadas as compras iniciais disponibilizam-se as ações para negociação no mercado secundário (pregões em bolsa de valores).

## OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES

Apesar de ser uma prática menos frequente do que os IPOs, há muitas circunstâncias nas quais uma empresa de capital aberto seja objeto de uma "oferta pública de aquisição de ações" (OPA). Trata-se de uma operação através da qual a dispersão acionária (entre muitos acionistas) se reduz e, no limite (quando alcança a totalidade das ações emitidas por uma empresa), leva à transformação em S.A. de capital fechado.

Uma OPA pode ter também como objetivo a aquisição do controle da empresa, aumentar a participação de um ou mais sócios ou mesmo redesenhar a relação entre capital próprio e de terceiros. A empresa como um todo, um acionista, um grupo de acionistas ou terceiros podem realizar uma OPA, operação que pode assumir forma amigável, hostil ou diversas formas adicionais.

Uma OPA é considerada hostil, por exemplo, quando o Conselho de Administração da empresa alvo não é informado da oferta ou quando a sociedade promotora da oferta decide avançar com a OPA, mesmo depois do Conselho de Administração a ter recusado. Por outro lado, quando o Conselho de

Administração foi informado e considera a proposta vantajosa para os acionistas e faz a recomendação que aceitem a oferta, a OPA é definida como amigável.

A Oferta Pública de Aquisição (OPA) de ações de companhia aberta pode ser de uma das seguintes modalidades, cada uma das quais está especificada na lei de sociedades anônimas e em instruções específicas da CVM:

1. **OPA para cancelamento de registro:** realizada obrigatoriamente como condição do cancelamento do registro de companhia aberta;
2. **OPA por aumento de participação:** realizada obrigatoriamente em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta;
3. **OPA por alienação de controle:** realizada obrigatoriamente como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta;
4. **OPA voluntária:** visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deve ser realizada segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos três casos anteriores;
5. **OPA para aquisição de controle de companhia aberta:** é a OPA voluntária;
6. **OPA concorrente:** é formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso.

#### ✓ Aspectos importantes da OPA

Toda Oferta Pública de Aquisição de ações deve respeitar as seguintes condições:

- a) ser sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA;
- b) ser realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA;
- c) ser previamente registrada na CVM, quando corresponder e segundo a modalidade adequada;
- d) ser intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento;
- e) ser lançada por preço uniforme, ou com preços diversos conforme a classe e espécie das ações objeto da OPA, desde que compatível com a modalidade de OPA e se justificada a diferença pelo laudo de avaliação da companhia objeto ou por declaração expressa do ofertante, quanto às razões de sua oferta diferenciada;
- f) ser instruída com laudo de avaliação da companhia objeto sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada;
- g) ser efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, salvo se, tratando-se de OPA voluntária ou para aquisição de controle, que não estejam sujeitas a registro; a adoção de procedimento diverso deve ser expressamente autorizada pela CVM.

**Importante**

A OPA poderá, em casos específicos, ter preços a vista e a prazo distintos para os mesmos destinatários, desde que a faculdade de escolha caiba aos destinatários e haja justificada razão para sua existência.

A OPA poderá sujeitar-se a condições, cuja implementação não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas; sendo também imutável e irrevogável, após a publicação do edital.

**MERCADO SECUNDÁRIO**

No mercado secundário, ocorre a negociação dos títulos adquiridos no mercado primário, proporcionando a liquidez necessária aos investidores. Note que a negociação envolve apenas a transferência de propriedade dos papéis, não gerando novos recursos às companhias emitentes (isso somente ocorre no mercado primário pela subscrição do capital).

Após a homologação do capital, os títulos podem ser negociados no mercado de balcão ou no mercado de bolsa. Nos primeiros anos do século 21, cunhou-se a expressão, muito usada na atualidade, “IPO”, abreviatura de Initial Public Offering (oferta pública inicial), para designar o processo anterior ao de lançamento dos títulos no mercado secundário.

**MERCADO DE RENDA VARIÁVEL NA BOLSA**

As operações realizadas com ações, nos mercados disponíveis, a termo e de opções, são efetuadas no ambiente eletrônico da BM&FBOVESPA, em sistema específico.

Operadores das corretoras associadas à bolsa acessam o sistema postando as ofertas de compra e de venda solicitadas pelos seus comitentes (pessoas físicas e jurídicas). A informação é visualizada imediatamente, em tempo real, pelos demais participantes do mercado e divulgadas pelos sistemas de difusão de informações (denominados *vendors*). As informações de preços, de ofertas e de negócios também são veiculadas pela Internet, possibilitando seu acompanhamento pelo público em geral.

Alternativamente, os investidores previamente cadastrados junto às corretoras, podem utilizar o Home Broker para fazer suas ofertas diretamente pela Internet. Este sistema se encontra disponível nas páginas da web das corretoras associadas. Em alguns casos, no entanto, a transmissão de ordens é realizada por telefone.

O sistema eletrônico permite, diariamente, a realização de operações durante um período regular (por exemplo, das 10h às 17h), precedido por uma sessão de registro de ofertas (de 15 minutos de duração), denominada de leilão de pré-abertura. O registro dessas ofertas permite a formação do preço teórico de abertura. De maneira semelhante, nos últimos minutos do pregão ocorre a fase de pré-fechamento ou, em alguns casos o de call de fechamento, limitado aos papéis que integram a carteira do Ibovespa. Os horários de cada fase são alterados para permitir a coincidência com os pregões americanos, nos diferentes períodos de vigência do horário de verão.

Após o encerramento, abre-se um período denominado after market, no qual as transações só podem ser feitas com ações da carteira dos índices apurados pela Bolsa e que tenham sido negociadas no dia, dentro do intervalo de 2% a menos e 2% a mais em relação ao preço de fechamento durante o pregão regular.

### MODALIDADES DE NEGOCIAÇÃO E LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA

Existem principalmente quatro formas de negociação no mercado de ações: a vista, a termo, contratos futuros e de opções:

- **Mercado a vista:** a negociação a vista é a compra ou venda de uma determinada quantidade de ações a um preço estabelecido em pregão. Assim, quando há realização de um negócio, cabe ao comprador pagar o valor financeiro envolvido na operação e ao vendedor a entrega dos títulos, objeto da transação, nos prazos estabelecidos pela BM&FBOVESPA.
- **Mercado a termo:** a operação a termo é a compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em data determinada ou a qualquer momento, a critério do comprador. Os prazos permitidos para negociação a termo são de, no mínimo, 16 dias e, no máximo, 999 dias corridos. Todas as ações negociáveis na BM&FBOVESPA podem ser objetos de um contrato a termo. A realização de um negócio a termo é semelhante à de um negócio a vista, necessitando a intermediação de um participante.

#### Importante

Os direitos e proventos distribuídos às ações-objeto do contrato a termo pertencem ao comprador e serão recebidos, juntamente com as ações objeto, na data de liquidação ou segundo normas específicas da CBLC.

Além do termo tradicional, é possível negociar outras duas modalidades na BM&FBOVESPA:

- O **termo referenciado em dólar**, que tem características idênticas ao termo tradicional em reais, sendo a única diferença o fato de que o preço contratado em reais será referenciado na taxa de câmbio de reais por dólar norte-americano (PTAX800).
- O **termo em pontos** representa a compra ou a venda de certa quantidade de ações a um preço preestabelecido, para liquidação em prazo determinado a contar da data de

sua realização. O preço contratado é convertido em pontos e ajustado de acordo com o indicador escolhido entre as partes.

A fim de atender à demanda dos participantes do mercado, a BM&FBOVESPA passou a oferecer a partir de 14/11/2011, no mercado a termo do segmento Bovespa, a operação estruturada Termo com Vista Já Registrado (TVR). O objetivo é permitir a reversão de uma operação de compra, registrada no mercado a vista, por operação de compra no mercado a termo. Tal reversão não requer alteração da alocação do negócio já registrado no mercado a vista, ocorrendo por meio de registro automático de operação de natureza inversa. Para mais informações, verifique o Ofício Circular 045/2011-DP.

➤ **Mercado futuro:** ao negociar um contrato futuro de ação, as partes acordam sua compra e venda a um determinado preço para liquidação em certa data futura. Neste mercado, verifica-se a existência do mecanismo de ajuste diário, sendo esta uma importante diferença em relação às operações a termo. As informações necessárias para o envio de ordens de compra/venda de ações no Mercado Futuro de Ações são as mesmas vigentes para o mercado a vista da BM&FBOVESPA. No mínimo, devem ser informados: o tipo da operação (compra ou venda); a quantidade de contratos (em múltiplos do **lote padrão** do papel); o código de negociação (o código do papel/ vencimento no Mercado Futuro de Ações); e o preço.

➤ **Mercado de opções:** ao comprar uma opção, o agente adquire o direito de comprar (nas *calls*) ou de vender (nas *puts*) um determinado lote de ações com preços de exercício e prazos preestabelecidos em um contrato. A Bolsa lança séries de opções com preços de exercícios e prazos diferentes. Vale observar que para obter o direito, o comprador da opção (chamado titular) deve pagar ao vendedor (denominado lançador) um prêmio, o qual é influenciado por diversas variáveis, como preço corrente do ativo-objeto, preço de exercício, tempo para o vencimento, volatilidade do preço do ativo objeto e taxa de juros livre de risco.

### Importante

O lote-padrão e a forma de negociação de cada papel podem ser consultados no site da Bolsa.

No mercado de ações, independente da modalidade (à vista, a termo, futuro e de opções), a negociação é complementada pelos serviços de liquidação e custódia. Isto é, após os operadores terem fechado um negócio, é necessário completá-lo identificando as partes, promovendo a efetiva liquidação financeira (pagamento) dos valores envolvidos e a transferência das ações para o novo titular. Essas são funções que ocorrem conforme normas determinadas pelas Câmaras de Compensação ou clearing houses, como são denominadas. No caso do mercado brasileiro, a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC (subsidiária integral da BM&FBOVESPA) realiza a compensação de operações para a BM&FBOVESPA, além de prestar serviços para outras instituições.



As câmaras de compensação, muitas vezes constituídas como entidades junto à Bolsa (ou outra entidade que organiza o mercado de negociações), estabelecem prazos e procedimentos para execução de cada uma das etapas do negócio. Veja no diagrama, a representação do ciclo de liquidação na CBLC para as modalidades a vista, termo e opções:

### Ciclo de liquidação

Mercado	Tipo de operação	Dia da liquidação
Ações	A vista	D+3
	A termo	D+n, o dia do vencimento
	Futuro	D+3 do dia do vencimento
	Opções* e futuros**	D+1
* Liquidação dos prêmios negociados. ** Liquidação dos valores referentes ao ajuste diário de posições.		

Fonte: CBLC.

### 5.3 Banco de Títulos (BTC)

O empréstimo de títulos é uma atividade típica do mercado financeiro e, como qualquer atividade comercial, envolve certo grau de risco, o que exige a definição de normas e de controles adequados que permitam sua administração segura.

Visando atender às necessidades do mercado e estar alinhada com as melhores práticas internacionais, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) criou, em 1996, o serviço de empréstimo de títulos hoje chamado Banco de Títulos (BTC).

Como consequências da administração desse serviço estavam, dentre outras, as tarefas de registro e confirmação entre as partes, **controle de risco**, acompanhamento de **eventos** de custódia e de **liquidação** das operações registradas, além da **divulgação** de informações ao mercado. A BM&FBOVESPA organizou essas atividades, adequando as práticas internacionais ao mercado local, como demonstrado a seguir.

## EM QUE CONSISTE O ALUGUEL DE TÍTULOS?

O empréstimo de títulos é uma prática na qual, em troca de uma taxa acordada, o detentor de determinados títulos (doador do empréstimo) autoriza sua transferência a um terceiro (tomador do empréstimo). O tomador do empréstimo é livre para vender esses ativos ou utilizá-los em outras finalidades previstas nos procedimentos operacionais, mas fica obrigado a devolvê-los seguindo o que foi combinado entre as partes.

Ao se efetivar a transferência dos títulos mediante empréstimo, a companhia emissora deixa de ter o doador como seu acionista, já que este (temporariamente) não mais detém os títulos em sua carteira.

- ✓ Assim, durante a vigência do contrato, o doador não tem mais o direito de algumas prerrogativas, como a participação em assembleias da companhia (evitando que uma determinada ação proporcione mais de um voto) e outros benefícios econômicos (por exemplo, juros e dividendos).
- ✓ Entretanto, a operação de empréstimo obrigará o tomador a pagamentos equivalentes de compensação ao doador a título de reembolso, já que a companhia emissora creditará o provento ao detentor dos títulos em data-base definida.

A BM&FBOVESPA, por meio do BTC, é responsável por esse mecanismo de compensação, garantindo ao doador do empréstimo o mesmo tratamento (em valores financeiros e datas de pagamento) que teria caso estivesse com seus ativos em carteira.

### Importância

O empréstimo de títulos adquiriu grande importância pela sua capacidade de gerar liquidez aos mercados, aumentando sua eficiência e beneficiando investidores com estratégias de curto e longo prazo.

## ESTRATÉGIAS COM EMPRÉSTIMO

A principal motivação da parte doadora de um empréstimo reside em estratégias de longo prazo, nas quais não há intenção de se desfazer dos títulos em curto período. Existe aí uma oportunidade de ganhos adicionais, sem risco.

Na ponta tomadora, por sua vez, fortes motivos identificam-se nas operações de arbitragem e possibilidade de realizar vendas descobertas (sem ter os ativos).

## PARTICIPANTES

As operações de empréstimo de títulos realizadas no sistema organizado pela BM&FBOVESPA têm, obrigatoriamente, a intermediação das corretoras; sendo necessária também a participação de agentes de custódia (dos títulos) e dos agentes de compensação (responsáveis pelo processo de liquidação das operações). A seguir, estão resumidas as características principais de cada um deles.

### I) BM&FBOVESPA

Para o empréstimo de ações, a BM&FBOVESPA atua como contraparte central de todas as operações, adotando para isso rígidos critérios de controle de riscos e regras para o correto funcionamento do mercado: limites operacionais; chamada de garantias do tomador e seu recálculo em base diária; execução de garantias do tomador no caso de não devolução dos títulos quando do vencimento da operação; emissão de ordem de compra para que os ativos devidos sejam adquiridos no mercado; e aplicação de multa diária ao tomador inadimplente.

#### Sigilo

Como contraparte central das operações, a BM&FBOVESPA garante o anonimato das pontas participantes do contrato. Conforme a Instrução CVM 441, não se estabelece qualquer vínculo entre os doadores e os tomadores do empréstimo.

A BM&FBOVESPA também utiliza o BTC como instrumento para o tratamento de falta de entrega de ativos por meio dos empréstimos compulsórios, evitando inadimplências no processo de liquidação de operações do mercado a vista (realizadas em bolsa).

### II) Corretoras

As corretoras são as instituições que realizam a intermediação dos negócios nos vários segmentos da Bolsa. A aproximação entre as partes das operações de vários mercados (doadores e tomadores, no caso do empréstimo) proporciona credibilidade, segurança e liquidez ao mercado como um todo.

#### Intermediação

A legislação atual sobre empréstimo, Instrução CVM 441, obriga a intermediação das operações de empréstimo pelas corretoras e distribuidoras de títulos.

### III) Agentes de custódia

São instituições que se utilizam do serviço da Central Depositária de Ativos da BM&FBOVESPA na guarda dos ativos mobiliários. Assim, tornam-se responsáveis pela administração de sua conta própria e de seus clientes perante a BM&FBOVESPA. Os agentes de custódia são as corretoras, distribuidoras de valores e os bancos comerciais, múltiplos e de investimento. Como alternativa de controle, há a centralização da custódia e administração desses ativos em um único agente. Os agentes de custódia podem registrar ofertas doadoras diretamente de sua conta própria ou de seus clientes.

### IV) Agentes de compensação

São instituições habilitadas a liquidar operações na BM&FBOVESPA responsáveis, perante seus clientes e a Bolsa, pela liquidação e prestação de garantias referentes às operações dos clientes. Para o exercício dessa atividade, as instituições devem atender a critérios específicos de admissão e requisitos de capital, técnicos e operacionais dispostos no regulamento da BM&FBOVESPA. Sua aplicação ao mercado de empréstimo de títulos é a mesma dos demais mercados.

## VÍNCULOS CONTRATUAIS

Ao realizar uma operação de empréstimo, doadores e tomadores de títulos entram na negociação sobre um determinado título (que deve ser aceito pela BM&FBOVESPA), e se submetem ao cumprimento das exigências de garantias e limites.

### I) Doadores

Qualificam-se como investidores doadores de ativos, os agentes de custódia e os investidores clientes dos agentes de custódia. Os agentes de custódia doadores de ativos devem firmar com a BM&FBOVESPA o Termo de Adesão ao BTC, autorizando expressamente o empréstimo e a transferência de seus ativos para sua conta de empréstimo mantida na Central Depositária da BM&FBOVESPA.

#### Importante

O investidor doador de ativos deve firmar contrato com seu agente de custódia, no qual autorize expressamente a transferência dos seus ativos para a carteira de empréstimo mantida na Central Depositária da BM&FBOVESPA, e a posterior efetivação da operação de empréstimo.

## II) Tomadores

Qualificam-se como investidores tomadores de ativos os agentes de custódia e os investidores clientes dos agentes participantes de negociação, representados sempre por um participante de negociação e sob a responsabilidade de um agente de compensação.

Os participantes de negociação tomadores e doadores de ativos devem firmar com a BM&FBOVESPA o Termo de Adesão ao Banco de Títulos BTC – Participante de Negociação, autorizando expressamente o empréstimo e/ou a doação e a transferência de seus ativos para sua conta de custódia ou conta de empréstimo mantida na Central Depositária da BM&FBOVESPA, conforme o caso.

### Importante

O investidor tomador de ativos deve firmar o Termo de Autorização de Cliente, autorizando expressamente o participante de negociação a representá-lo em operações de empréstimo e a transferência dos ativos recebidos em empréstimo para uma conta de custódia especificada.

O participante de negociação e o investidor tomador de ativos ficam dispensados de firmar o Termo de Adesão ao Banco de Títulos BTC – Participante de Negociação e o Termo de Autorização de Cliente, respectivamente, nas operações de empréstimo realizadas compulsoriamente para atender às faltas de entrega em operações realizadas no mercado a vista.

O agente de compensação é responsável pelas operações de empréstimo de ativos registradas em nome dos investidores qualificados, seus clientes, ou dos investidores clientes do participante de negociação para os quais preste serviço.

## III) Ativos elegíveis

São ativos elegíveis para as operações de empréstimo no BTC, os valores mobiliários emitidos por companhias abertas admitidas à negociação na BM&FBOVESPA. Os ativos-objetos do empréstimo devem estar depositados na Central Depositária de Ativos da BM&FBOVESPA, livres e desembaraçados de ônus que impeçam sua circulação.

## IV) Exigência de garantias

Para o empréstimo de títulos, o risco da operação reside na ponta tomadora, por uma possível inadimplência de liquidação financeira (remuneração ao doador dos ativos e taxa de registro) ou não devolução dos títulos. A BM&FBOVESPA, como contraparte de todos os contratos registrados de

empréstimos, somente autoriza as operações com as garantias pela ponta tomadora previamente depositadas na BM&FBOVESPA.

A movimentação das garantias é de responsabilidade do participante de negociação ou agente de compensação, no caso de cliente qualificado.

Os ativos aceitos pela BM&FBOVESPA como garantia são definidos e revisados periodicamente. Alguns exemplos de ativos aceitos são: moeda corrente nacional, títulos públicos, privados e negociados em mercados internacionais, ações pertencentes à carteira do Índice Bovespa e outros. Sua relação e os limites máximos aceitos para cada tipo de garantia estão publicados no site.

Assim como as operações de empréstimo registradas, as garantias depositadas também são segregadas por investidor final e suas posições são atualizadas em tempo real. O total exigido de garantias para uma operação de empréstimo é de 100% do valor dos ativos mais um intervalo de margem específico para cada ativo. O intervalo de margem representa a oscilação possível desse ativo em dois dias úteis consecutivos. Essa relação é revisada mensalmente.

As garantias depositadas na BM&FBOVESPA permanecem em nome do investidor final, não sendo incorporadas ou vinculadas ao patrimônio da BM&FBOVESPA.

#### V) Limite de posições

Atendendo à Instrução CVM 283/98, a BM&FBOVESPA fixou limites máximos de posições em aberto. Visando o funcionamento regular e ordenado do mercado, para a fixação dos limites para investidores doadores e tomadores, foram consideradas as ações em circulação no mercado. A imposição de limites busca, por exemplo, o controle de excessiva concentração de posições por parte dos tomadores (investidores e intermediários), evitando situações de “squeezes”. Os limites foram fixados por:

- ✓ **Investidor:** a totalidade das posições não pode ser superior a 3,00% das ações em circulação no mercado.
- ✓ **Intermediário:** a totalidade das posições não pode ser superior a 6,50% das ações em circulação no mercado.
- ✓ **Mercado:** a totalidade das posições não pode ser superior a 20,00% das ações em circulação no mercado.

A divulgação dos parâmetros dos limites de posições é realizada no site [www.cbic.com.br](http://www.cbic.com.br). A BM&FBOVESPA é responsável pelo monitoramento diário desses limites, podendo solicitar o encerramento de posições quando algum deles for superado.

A BM&FBOVESPA desenvolveu e disponibilizou aos participantes o aplicativo BTC Trades, que permite o registro direto de ofertas e contratos nas próprias mesas de operações (caso o operador

possua todas as informações necessárias às atividades realizadas) ou um processo híbrido com a plataforma já existente (do CBLC Net), tradicionalmente mantida nas áreas de Back Office das instituições.

Algumas instituições estão agregando valor a seus produtos ao disponibilizarem, em seus portais de negociação, soluções integradas ao BTC como, por exemplo, oferecer o serviço de empréstimo diretamente para investidores finais.

## REGISTRO DE OFERTAS

O registro de ofertas no BTC é realizado pela instituição intermediária do cliente na operação (agente de custódia, distribuidora de títulos ou corretora). As ofertas possuem essencialmente duas naturezas: **doadora** e **tomadora**.

### ✓ Ofertas doadoras

Ofertas doadoras são aquelas em que o detentor do ativo disponibiliza seus títulos para empréstimo em troca de remuneração. Para esse doador, o empréstimo pode ser interpretado como uma operação de renda fixa, sendo que a taxa de remuneração pelo empréstimo já é definida no momento de inserção da oferta.

A oferta de títulos por si só não garante a transferência de titularidade, pois, enquanto os ativos não forem tomados emprestados (oferta fechada gerando um contrato ativo), eles permanecem em nome do investidor doador. Por default, as ofertas são disponibilizadas para todo o mercado. As ofertas, quando inseridas no BTC, possuem características que vale ressaltar:

- ✓ **Identificação do investidor final:** cada oferta é inserida com a necessária identificação do investidor final, de forma que esse investidor específico necessite deter as ações livres na carteira do empréstimo.
- ✓ **Prazo máximo:** o doador deve estabelecer um prazo máximo para sua oferta.
- ✓ **Prazo de carência:** o prazo de carência de uma oferta representa o prazo mínimo que o tomador fica obrigado a permanecer com o empréstimo vigente. Trata-se de uma **data-limite**, imposta pelo doador, para auferir uma remuneração mínima.
- ✓ **Renovação:** o doador também deverá definir a possibilidade de renovação do empréstimo. Essa renovação não é feita automaticamente. A opção de uma oferta ser renovável implica a possibilidade de qualquer uma das pontas solicitar a renovação do empréstimo quando este já tiver ultrapassado o período de carência, mas ainda é dependente de um aceite da outra ponta envolvida na operação (os processos de pedidos de renovação e aceite/rejeição são realizados via sistema).

- ✓ **Origem das ações – contas de custódia:** o doador em questão deve indicar a conta de custódia na qual se encontram as ações, que pode ser a própria instituição ou um terceiro agente de custódia. Nessa hipótese, o agente de custódia deverá autorizar a disponibilidade dos ativos de sua carteira (via BTC).
- ✓ **Bases de cálculo:** representam o valor-base sobre o qual serão calculadas as taxas, comissões e emolumento do contrato, sendo definido como o produto entre a quantidade de ações e a cotação do papel. Ao doador, é permitido definir qual será a cotação utilizada para compor a base de cálculo. A cotação-base utilizada para o cálculo dos valores financeiros do contrato de empréstimo sempre é a cotação média de D-1, cabendo ao doador a definição se a cotação utilizada será de início (média de D-1 da abertura do contrato) ou de fechamento (média de D-1 da liquidação do contrato, algo como uma operação pós-fixada).<sup>1</sup>
- ✓ **Alternativas de recebimento:** há a possibilidade de optar pelo recebimento financeiro de forma periódica (por default, a liquidação financeira do contrato de empréstimo sempre ocorre em D1 da liquidação da operação).
- ✓ **Ofertas direcionadas:** no momento em que se insere a oferta, é possível definir se a que está sendo colocada no sistema ficará disponível ao mercado como um todo ou, no caso de uma operação previamente fechada, será direcionada a uma determinada instituição. Nessa última hipótese, apenas a instituição determinada pelo doador conseguirá visualizar a oferta.
- ✓ **Alternativas de liquidação de contrato:** o BTC permite três alternativas de liquidação para os contratos de empréstimo:
  - **Prazo fixo:** o doador coloca uma carência em sua oferta, tornando o contrato vigente por um prazo mínimo específico (podendo coincidir com o vencimento);
  - **Doador e tomador solicitam a liquidação:** envolve a possibilidade de liquidação antecipada pelo doador. Assim, no momento em que insere a oferta, o doador tem a possibilidade de optar pela prerrogativa de solicitar os seus títulos de volta durante a vigência do empréstimo (observando-se que é aberto um prazo de até D4 para o tomador providenciar os ativos para devolução). Tal modalidade deixa o contrato em aberto para doador e tomador solicitarem a liquidação;
  - **Tomador solicita a liquidação:** contratos em que a liquidação é uma prerrogativa apenas da ponta tomadora, considerando que o prazo mínimo é D+1 da abertura do contrato (quando não há carência) ou a carência estipulada pelo doador.

---

<sup>1</sup> Para os papéis em provento, será utilizada a cotação média do último dia de negociação “com direito”.



### ✓ Ofertas tomadoras

As ofertas tomadoras, por sua vez, são registros de instituições que precisam dos títulos e, em troca, estão dispostas a remunerar possíveis doadores desses ativos pela sua posse temporária. Assim como as ofertas doadoras, as tomadoras também possuem algumas características específicas a serem determinadas:

- **Identificação do investidor final:** cada oferta tomadora também necessita de identificação do investidor final, pois o empréstimo ficará registrado em seu nome. Para esse usuário, serão verificadas as condições necessárias para efetivação do empréstimo, como, por exemplo, a disponibilidade de suas garantias;
- **Destino das ações:** o tomador necessita indicar a qual de suas contas de custódia destinará as ações – a própria instituição que está fechando o empréstimo ou uma instituição terceira onde o cliente possua conta de custódia;
- **Carteira de cobertura:** a carteira de cobertura pode ser utilizada pelo tomador como destino das ações, possibilitando ao detentor dos títulos nessa situação segregar tal posição, deixando de sensibilizar o portfólio para a chamada de garantias. Em contrapartida, essa posição segregada fica bloqueada para qualquer movimentação ou transferência.

### FECHAMENTO DAS OPERAÇÕES

A partir da identificação de uma oferta que é necessária para a realização de uma operação, realiza-se a “agressão” dessa. Esse fechamento sempre é realizado por meio das instituições intermediárias (agentes de custódia, no caso de agressão às ofertas tomadoras, ou corretoras, independentemente da natureza da oferta).

Dado o fechamento da oferta, o BTC verifica a existência de garantias do cliente (investidor final) tomador. Caso esse cliente já possua as garantias no momento de fechamento do empréstimo, a transferência das ações do doador ao tomador e a consequente validação do empréstimo são realizadas em tempo real e de forma simultânea ao bloqueio das garantias verificadas.

### CONTRATO DIFERENCIADO

Nessa modalidade, a BM&FBOVESPA acata o pedido de registro de operações de empréstimo já com a confirmação do doador. A efetivação do registro está condicionada à sua aprovação pela BM&FBOVESPA. Tal modalidade exige a existência de um contrato físico e a inexistência de anonimato entre as partes.

### Registro da operação

Nesse caso, as condições contratuais são acertadas diretamente entre as partes envolvidas (tomador e doador) e informadas à BM&FBOVESPA no registro da operação.

Após o registro, a BM&FBOVESPA administrará as garantias exigidas e será responsável pela liquidação dessas operações. Registrado o empréstimo no BTC, doador e tomador, em ambas as modalidades, terão a BM&FBOVESPA como contraparte garantidora da operação.

### EMPRÉSTIMO AUTOMÁTICO

O empréstimo de títulos tem papel fundamental na melhoria da eficiência do processo de liquidação de operações de valores mobiliários. A formação de um banco de títulos disponíveis para empréstimo diminui sensivelmente o número de falhas em transações de títulos, garantindo a conclusão da operação ao comprador e mantendo uma posição tomadora de empréstimo ao vendedor inadimplente. Essa modalidade de empréstimo é denominada empréstimo automático.

Por meio desse mecanismo, o comprador recebe os títulos negociados e o vendedor assume um compromisso de empréstimo, no qual fica obrigado a devolver os títulos em data estipulada e a remunerar o doador desses títulos, sendo ambas as informações estipuladas na oferta.

Para garantir a entrega dos títulos no vencimento do empréstimo, são retidas do tomador garantias financeiras pela BM&FBOVESPA, nos mesmos montantes das demais operações de empréstimo. Uma oferta elegível para o tratamento de falhas atende simultaneamente a três características. São elas:

- ✓ **Vencimento igual ou superior a nove dias úteis:** garante ao tomador do empréstimo (vendedor inadimplente da operação inicial) a possibilidade de comprar os ativos no mercado. Leva-se em conta o ciclo de liquidação para que este receba os ativos da compra e liquide o empréstimo.
- ✓ **Inexistência de carência no empréstimo:** garante ao tomador a possibilidade de liquidar o empréstimo assim que desejar. Evita que o tomador, mesmo com o título em mãos, fique impossibilitado de liquidar a operação.
- ✓ **Taxa de remuneração doadora inferior a 150% da média mensal calculada dos empréstimos registrados no mês anterior:** evita que ofertas que apresentam taxas distorcidas da realidade sejam selecionadas no processo.

No caso de a quantidade de falhas ser maior que a quantidade de títulos ofertados (satisfazendo as condições acima citadas), o sistema TFL adota um tratamento randômico, utilizando um rateio aleatório para casar a demanda dos títulos com as ofertas disponíveis.

## EVENTOS DE CUSTÓDIA

A premissa para eventos de custódia no BTC é reproduzir ao doador o tratamento que ele teria caso estivesse com suas ações em carteira, conservando, portanto, os mecanismos definidos pela companhia emissora do ativo.

Uma vez que houve a atualização da distribuição do ativo (direito ao provento) com o contrato de empréstimo vigente, fica a BM&FBOVESPA, como contraparte dos contratos, responsável pelo tratamento e ajuste do provento perante doadores e tomadores. Conforme a natureza do evento de custódia, seguem os procedimentos adotados:

- **Eventos de custódia em dinheiro (juros, dividendos, rendimentos etc.):** a BM&FBOVESPA provisiona ao doador um crédito no valor do provento definido pela companhia emissora, valor este já adequado à sua natureza tributária (crédito este definido como complemento do montante emprestado, isento de futuras tributações). O crédito é efetivado no mesmo dia em que a companhia emissora delibera o pagamento aos seus acionistas. O tomador, a partir da geração da obrigação/atualização do provento, deve manter como forma de garantia o mesmo montante financeiro a ser creditado ao doador do empréstimo. O débito somente é efetuado no dia de pagamento da companhia emissora aos seus acionistas.
- **Eventos de custódia em ações (bonificação, grupamento, desdobramento etc.):** a BM&FBOVESPA ajusta a quantidade de ações do contrato conforme o fator de ajuste definido pela companhia emissora para as ações no mercado a vista. Para não beneficiar ou prejudicar qualquer uma das partes envolvidas, a BM&FBOVESPA mantém inalterado o volume financeiro do contrato. Para isso, realiza ajustes na cotação de forma inversamente proporcional ao ajuste incidente na quantidade.
- **Subscrição de ações:** como na atualização da distribuição da ação em custódia o doador não figura como acionista (o empréstimo está vigente), este não receberá da companhia emissora os direitos de subscrição. Durante o prazo de negociação dos direitos, a BM&FBOVESPA permite (não obriga) que o tomador devolva os direitos ao doador, para que esse realize a subscrição via Central Depositária. Caso não ocorra tal devolução, é garantida ao doador a possibilidade de subscrever as ações que tem direito via BTC (caso o doador manifeste seu interesse via sistema dentro do cronograma estabelecido pela companhia emissora), mantendo o mesmo custo e cronograma para liquidações físicas e financeiras. Contra o débito ao doador (originado do pagamento da subscrição), é realizado um crédito ao tomador do contrato para que vá ao mercado adquirir as novas ações. A diferença entre o preço de mercado da ação e o preço de emissão da subscrição será arcada pelo tomador.

## LIQUIDAÇÃO DAS OPERAÇÕES

A liquidação das operações de empréstimo representa a devolução dos ativos ao doador e, salvo as situações em que o doador solicitou em sua oferta uma forma de remuneração diferenciada (remuneração periódica, por exemplo), a consequente liquidação financeira acontece em D+1.

Os ativos devolvidos devem ser de mesmo tipo, classe e espécie que foram emprestados e sua transferência em custódia é feita automaticamente à origem da oferta indicada pelo doador.

A partir da liquidação do empréstimo, as garantias depositadas para cobertura do empréstimo tornam-se disponíveis para movimentação (retirada/transferência).

A renovação de um empréstimo, embora não contenha a transferência dos títulos em custódia, é interpretada pelo BTC como o encerramento do contrato original e a abertura de um novo. Assim, trata-se de uma prorrogação do contrato original, mas com a execução financeira para o prazo decorrido.

### CÁLCULO DOS VALORES FINANCEIROS DO CONTRATO DE EMPRÉSTIMO

O cálculo dos valores financeiros do contrato de empréstimo pode ser segregado em dois grandes componentes: o **volume financeiro** do contrato e o **fator da taxa carregada** ao período. O volume financeiro é representado pelo produto simples entre a quantidade de ações emprestadas e a cotação utilizada no contrato.

O fator da taxa carregada ao período implica a transformação da taxa de uma base anual para o período em que o empréstimo esteve vigente (utilizada a base de 252 dias úteis). Essa transformação faz-se necessária, pois no BTC as taxas são descritas em base anual.

O tomador do empréstimo paga, para cada operação, emolumentos à BM&FBOVESPA. Esse emolumento é dependente da natureza do contrato. Para empréstimos fechados voluntariamente, o emolumento é de 0,25% a.a. sobre o volume da operação, observando um mínimo de R\$10,00. No caso de empréstimos compulsórios, fechados automaticamente pelo BTC para o tratamento de falhas, o emolumento é de 0,50% a.a., mas nessa situação não há cobrança de valor mínimo. O contrato de empréstimo permite que as instituições que realizam a intermediação da operação adicionem comissões.

### INADIMPLÊNCIAS

Ao atingir sua data de vencimento, e não ocorrendo a devolução dos títulos ou sua renovação, o contrato de empréstimo torna-se inadimplente. A liquidação financeira da remuneração desse contrato ocorre normalmente em D+1 do vencimento, tornando o tomador deficitário como inadimplente. A inadimplência implica a manutenção de retenção das garantias e a consideração de uma multa de 0,2% ao dia sobre o valor dos títulos não devolvidos até sua regularização.

Adicionalmente, o tomador será responsável por remunerar o doador, até a data da efetiva devolução dos títulos, considerando-se para efeito do cálculo da remuneração o dobro da taxa originalmente contratada.

Não ocorrendo à devolução dos ativos na data prevista, a BM&FBOVESPA pode determinar a sua recompra para quitação perante o doador, podendo ainda executar as garantias prestadas, quando necessário. Caso não seja possível proceder à devolução dos ativos anteriormente tomados em empréstimo, em razão de indisponibilidade para sua aquisição no mercado, a BM&FBOVESPA pode determinar a realização da liquidação financeira da operação. Nessa situação, a cotação utilizada pela BM&FBOVESPA para essa finalidade corresponde ao maior valor obtido nas seguintes hipóteses:

- ✓ média das cotações médias a vista, verificadas nas 30 últimas sessões de negociação;
- ✓ cotação média a vista verificada no dia do vencimento da operação de empréstimo.

Caso o ativo-objeto da operação de empréstimo não tenha sido negociado nos períodos de que tratam as hipóteses acima, a cotação utilizada pela BM&FBOVESPA para a referida liquidação é a última cotação média do ativo praticada no mercado a vista. Caso o título tenha sido objeto de eventos de custódia, a cotação média a ser utilizada pela BM&FBOVESPA para fins de liquidação da operação é ajustada ao respectivo evento de custódia.

#### 5.4 Governança corporativa: os segmentos de listagem da BM&FBOVESPA

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal.

As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. Buscando atender às exigências crescentes dos investidores em relação à governança corporativa, a BM&FBOVESPA oferece quatro segmentos diferenciados de listagem para as companhias abertas. Abaixo, é apresentado comparativo dos segmentos de listagem:

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

#### Importante<sup>2</sup>

- **Acesse o site da BM&FBOVESPA e compare os requisitos de cada um dos níveis e conheça os novos regulamentos vigentes.**

<sup>2</sup> Este material poderá ser conteúdo de perguntas na prova de certificação do PQO.

## 5.5. Índice de ações

Os índices acionários são verdadeiros termômetros que resumem a evolução dos preços de um conjunto de ações em um único indicador. São números absolutos utilizados para representar o valor de mercado de uma carteira teórica de ações e para observar sua evolução temporal.

A origem dos índices acionários remonta ao final do século 19 quando algumas descobertas empíricas revelaram características importantes sobre o comportamento do preço das ações negociadas nos mercados de bolsa.

O índice Dow Jones, publicado inicialmente em 1896, surgiu a partir da constatação de que os preços das ações negociadas na Bolsa de Nova York moviam-se em tendências de alta ou de baixa. Na tentativa de projetar a tendência futura do mercado acionário, criou-se uma média dos preços de uma quantidade representativa de ações, que passou a ser acompanhada diariamente. Desde então, as metodologias de apuração dos índices foram se aperfeiçoando a ponto existir, atualmente, uma grande variedade de indicadores.

### FORMAS DE PONDERAÇÃO

Distinguem-se, pelo menos, quatro classes principais de índices:

- ✓ índice ponderado por pesos iguais. Exemplo: Dow Jones Industrial Average (DJIA);
- ✓ índice ponderado por capitalização de mercado. Exemplo: S&P500;
- ✓ índice de retorno ponderado por pesos iguais. Exemplo: Value-Line Index;
- ✓ índice ponderado por liquidez. Exemplo: Ibovespa.

As diferentes metodologias surgem como respostas à preocupação por mostrar qual a melhor maneira de avaliar a evolução de um conjunto de ações. Muita discussão tem sido realizada, inclusive, sobre a validade de índices constituídos com um ou outro critério.

#### ✓ Índice ponderado por pesos iguais

Os preços das ações, que compõem índices deste tipo, possuem o mesmo peso. Trata-se de uma média aritmética simples em que o divisor é o número de ações consideradas:

$$\text{Índice} = \frac{\sum (\text{Preços de N companhias})}{\text{n}^{\circ} \text{ de ações}}$$

O Dow Jones Industrial Average, negociado a futuro na Chicago Board of Trade – CBOT (integrante do CME Group), é o exemplo mais significativo: é composto por 30 companhias (as maiores **blue chips**). Outro produto similar é o **Amex Major Market Index**, que é ativo subjacente de opções listadas na American Stock Exchange (Amex).

### Definições

**Blue chips:** conjunto das ações mais negociadas numa bolsa de valores. Constituem-se em ações de companhia de grande porte, com grande liquidez no mercado.

(Fonte: *Dicionário Financeiro da Nova Bolsa*)

**Amex Major Market Index (XMI):** criado em 1983, é um índice ponderado das 20 blue chips representativas das maiores corporações industriais dos Estados Unidos.

O uso do critério de ponderação por pesos iguais traz à tona a questão do número de ações que devem compor um índice. Isto é, devem ser incluídas todas as ações listadas na Bolsa ou basta um número menor? Neste último caso, existe um número mínimo?

Uma boa resposta para este problema é que antes de uma quantidade mínima de ações, um índice deve incorporar ações que tenham comportamento diferenciado e de preferência não correlacionado entre si, e captar os movimentos do conjunto das ações. No caso do Dow Jones, as 30 companhias constituem uma amostra suficiente para representar o desempenho do mercado inteiro.

### ✓ Índice ponderado por capitalização de mercado

Índice construído pela soma dos preços de mercado das ações, na proporção de sua **capitalização de mercado**, é denominado índice ponderado por valor de mercado ou capitalização. Os exemplos incluem o índice S&P 500 e o Nyse Composite, em sua formulação original. Entretanto, algum tempo depois, esses índices mudaram suas metodologias de cálculo e passaram a utilizar a ponderação pelo valor das ações em poder do público (outstanding ou **float adjusted market capitalization**, na terminologia usual).

A adaptação tem a finalidade de obter um índice que reflita o comportamento das ações que estão disponíveis para investimento pelo público (minimizando o peso daquelas ações que, mesmo com grande capitalização, estão em poder da própria empresa ou de seus grupos controladores).

### Definições

**Capitalização de mercado:** calculada pela multiplicação do número de ações de uma empresa pelo valor de mercado dessas mesmas ações em um determinado momento ou período.

**Capitalização flutuante de mercado (float):** calculada pela multiplicação do número de ações de uma empresa em poder do público pelo valor de mercado dessas mesmas ações em um determinado momento ou período.

Em vez de medir as mudanças nos preços de uma cesta de ações, o índice ponderado por valor de mercado mede as mudanças no valor corrente total de mercado das ações que o compõem. Como tais, esses índices são considerados mais representativos do mercado em geral do que os índices de pesos iguais. Nesse índice, cada preço de companhia é ponderado pela capitalização de mercado da companhia:

A utilização de um índice ponderado por pesos iguais ou de índices ponderados por capitalização (fixa ou flutuante) de mercado depende das necessidades específicas do usuário. Caso detenha uma carteira de ações, provavelmente estará mais interessado pelo índice de pesos iguais. Por outro lado, caso deseje conhecer melhor as condições de mercado, provavelmente o índice ponderado por valor de mercado será mais útil, pois ele proporciona uma ideia mais precisa da valorização geral do mercado acionário ou das ações disponíveis para investimento.

A diferença entre os índices mencionados ocorre a partir da inclusão das mudanças de preço das ações que os compõem. O índice ponderado por valor de mercado incorpora a importância da mudança do valor de cada ação relativamente ao mercado como um todo (ou ao conjunto de ações em poder do público). Logo, as mudanças de preço da ação de uma empresa em um índice ponderado por valor de mercado são proporcionais à importância da ação no mercado.

O ponto a fixar é que os índices de pesos iguais são mais sensíveis às mudanças nos preços de ações de pequena capitalização. De fato, esses índices tratam de mudanças nos valores de ações de pequena capitalização da mesma forma que mudanças nos valores de ações de alta capitalização.

### ✓ Índice de retorno ponderado por pesos iguais

O índice de retorno ponderado por pesos iguais, ou índice de retorno simples, é computado mediante o ajuste de seu valor anterior à média dos retornos (de um dia para o outro) de cada ação da cesta.

Para realizar o cálculo se multiplica o índice de “ontem” ( $t - 1$ ) pela média de retornos do dia das ações que compõem o índice. Dessa forma, respondemos, basicamente, à pergunta: qual foi o **retorno** das ações entre ontem e hoje?

Combina, portanto, algumas das características de dois tipos de índice: ponderado por valor de mercado e ponderado por pesos iguais. De modo semelhante ao primeiro destes, o nível de preço de qualquer ação não causa grandes efeitos sobre o nível do índice, pois o que importa são os retornos de um dia para outro.



Todavia, conforme ocorre nos índices ponderados por preços iguais, todas as ações da cesta exercem a mesma influência. Portanto, ações de pequena expressão possuem efeito desproporcionalmente grande sobre o valor do índice, relativamente à sua importância no mercado como um todo.

#### ✓ Índice ponderado por liquidez

A ponderação desse índice é explicada pelo volume transacionado de cada ação que o compõe. Portanto, a importância das ações pertencentes à carteira teórica variará de acordo com a **negociabilidade** delas no mercado. Quanto maior a liquidez da ação em determinado mercado, maior será o seu peso no índice.

O princípio básico é a apuração de um valor para cada ação, que reflita o quanto ela foi negociada em relação às demais. Isso é feito com um índice de negociabilidade que nada mais é do que uma medida que relaciona o valor e quantidade negociada de uma ação com valor e quantidade totais das ações do mercado.

#### Negociabilidade

A negociabilidade é a base para determinar quais ações serão escolhidas para integrar a carteira teórica e em que quantidades.

O melhor exemplo para esse tipo de índice é o Ibovespa – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo. Com mais de 40 anos de existência, vem refletindo o comportamento de cestas de ações mais negociadas nesta bolsa. O seu índice de negociabilidade é apurado periodicamente (a cada quatro meses) para poder escolher um novo conjunto de ações. A cada período é possível que algumas ações sejam excluídas, ocupando outras o seu lugar, ou que seja alterada a quantidade de cada ação no índice.

### PRINCIPAIS ÍNDICES DO MERCADO BRASILEIRO

A história dos índices acionários no Brasil remonta à época da reorganização do sistema financeiro nos anos 1960. Desde então, diversas concepções teóricas, alentadas por várias entidades (bolsas e associações) promoveram a apuração e divulgação de índices de ações.

Historicamente, o Índice Bovespa foi sempre o mais representativo indicador brasileiro, não só pela sua tradição – não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação –, mas também pelo papel hegemônico da Bovespa (atual BM&FBOVESPA).

### ✓ Índice Bovespa (Ibovespa)

O Ibovespa é uma média ponderada de preços de ações, selecionadas por um critério de negociabilidade. Com base no “índice de negociabilidade” apurado para cada ação e outros critérios adicionais, determinam-se, quadrimestralmente, as quantidades “teóricas” de cada papel que integrará o índice, servindo, ao mesmo tempo, como fator de ponderação. Veja, a seguir, um resumo da metodologia de cálculo do Índice Ibovespa.

## Critérios metodológicos

### I) Seleção das ações

Participam da carteira teórica do Ibovespa, as ações negociadas na Bolsa que:

- a) estejam incluídas em uma relação de ações cujos **índices de negociabilidade** somados representam 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- b) apresentem participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
- c) tenham sido negociadas em mais de 80% do total de pregões do período.

#### Índice de negociabilidade

A negociabilidade de cada ação é apurada utilizando a fórmula:

$$NEG = \sqrt{\frac{n}{N} \times \frac{v}{V}}$$

n = número de transações realizadas com essa ação no período;

N = número de transações registradas na Bovespa com todos os papéis no mesmo período;

v = valor negociado com essa ação no período;

V = valor total negociado com todas as ações no período considerado.

### II) Cálculo da quantidade teórica de cada ação

Após a seleção das ações, obtém-se a participação ajustada de cada ação no total da carteira ao calcular a razão entre o índice de negociabilidade de cada ação e o somatório dos índices de negociabilidade.

Multiplica-se, então, a participação ajustada da ação pelo montante disponível para comprar a cesta teórica, obtendo o quanto é investido na ação. Em seguida, divide-se este número pelo preço de mercado da ação, achando a sua quantidade teórica.

**Exemplo:** a primeira ação selecionada representa 10% do somatório dos índices de negociabilidade. Sendo escolhidas ações que resultem em uma somatória de 80%, a primeira ação representa 12,5% da carteira selecionada (= 10%/80%). Ao dispor de R\$100.000,00 para comprar a cesta teórica, R\$12.500,00 são destinados para a primeira ação. Supondo ainda que o preço de mercado da ação, na véspera, tenha sido de R\$0,80, a quantidade teórica será de 15.625 ações (= R\$12.500,00/R\$0,80).

### III) Cálculo do índice

O Ibovespa é, então, calculado pelo somatório do produto entre os pesos (quantidade teórica da ação) e o último preço observado das ações integrantes de sua carteira teórica. Ou seja:

$$Ibovespa_t = \sum_{i=1}^n P_{i,t} \times Q_{i,t}$$

onde:

$Ibovespa_t$  = Índice Bovespa no instante t

n = número total de ações componentes da carteira teórica

$P_{i,t}$  = último preço da ação i no instante t

$Q_{i,t}$  = quantidade teórica da ação i na carteira no instante t

### IV) Alterações do índice pela ocorrência de eventos com ações

Sempre que uma empresa, cujas ações integram o Índice Bovespa, distribuir algum tipo de provento, a bolsa de valores realiza os ajustes necessários na quantidade teórica da carteira para evitar distorções.

O mecanismo de alteração para uma ação qualquer é semelhante ao utilizado para o ajuste da carteira como um todo, ou seja, considera-se que o investidor realizou (vendeu) as ações ao último preço de fechamento anterior ao início da distribuição de provento e utilizou os recursos na compra das mesmas ações sem o provento distribuído (ex-provento). Observe que, além da mudança na quantidade teórica das ações, muda-se o preço, denominado “preço ex-teórico”. Veja a seguir os procedimentos de cálculo.

**Fórmula de alteração na quantidade teórica****(por ocasião de distribuição de proventos)**

$$Q_n = \frac{Q_o \times P_o}{P_{ex}}$$

onde:

**Q<sub>n</sub>** = quantidade nova; **Q<sub>o</sub>** = quantidade antiga; **P<sub>o</sub>** = último preço de fechamento anterior ao início da distribuição do provento; **P<sub>ex</sub>** = preço ex-teórico, calculado com base em **P<sub>o</sub>**.

**Fórmula geral de cálculo do preço ex-teórico**

$$P_{ex} = \frac{P_c + (\%S \times Z) - Div}{1 + \%B + \%S}$$

onde:

**P<sub>ex</sub>** = preço ex-teórico; **P<sub>c</sub>** = último preço de fechamento anterior ao início da distribuição do provento; **%S** = percentual de subscrição; **Z** = valor em moeda corrente de emissão de cada ação a ser subscrita; **Div** = valor em moeda corrente recebido por ação a título de dividendo; **%B** = percentual de bonificação.

**V) Divulgação e acompanhamento**

A BM&FBOVESPA calcula o índice em tempo real, considerando automaticamente os preços de todos os mercados a vista (lote padrão), com ações componentes de sua carteira. Sua divulgação é feita instantaneamente em seu *site* na Internet, bem como retransmitida para vendedores, facilitando o acompanhamento on-line por investidores do mundo inteiro.

**✓ Índice IBrX**

O Índice Brasil, calculado pela BM&FBOVESPA, capta o retorno de uma carteira formada pelas 100 ações mais negociadas nessa bolsa, cuja participação é ponderada pelo valor de capitalização das ações em poder do público (não se consideram as ações em poder dos controladores); isto é, pela chamada “capitalização flutuante de mercado (float)” ou float adjusted market capitalization.

O critério de seleção destes papéis baseia-se, como no Ibovespa, no número de negócios praticados e no volume financeiro obtido. Contudo, enquanto este último índice é formado pelas ações cujos índices de negociabilidade, considerados de maior a menor, representam 80% da soma do valor acumulado dos índices individuais de todas as ações, o IBrX tem uma cesta formada pelos 100 papéis que apresentam os maiores índices de negociabilidade, englobando uma quantidade razoável de ações de baixa liquidez (ou de segunda linha). Os papéis que integram o índice devem ter sido negociados em pelo menos 70% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira do índice.

### Índice Brasil 50 (IBrX-50)

Com a divulgação iniciada em janeiro de 2003, o IBrX-50 possui as mesmas características do Índice Brasil (IBrX), porém sua carteira teórica é formada pelas 50 ações mais líquidas da BM&FBOVESPA, ou seja, metade da quantidade do IBrX.

A carteira de ações do IBrX tem vigência de quatro meses, vigorando sempre para os períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro. Ao final de cada quadrimestre, a carteira é reavaliada, utilizando-se os procedimentos e critérios integrantes da metodologia.

### ✓ Índice Valor Bovespa – IVBX-2

Criado a partir de uma parceria entre a BM&FBOVESPA e o jornal *Valor Econômico*, o Índice Valor Bovespa - 2ª Linha - IVBX-2 é composto por 50 ações de empresas que, além de possuírem alto conceito junto aos investidores, devem:

- a) apresentar índice de negociabilidade (medido nos últimos 12 meses) classificado a partir da 11ª posição;
- b) não apresentar os 10 maiores valores de mercado da amostra;
- c) não possuir outro tipo (de ação) classificado entre os 10 primeiros índices de negociabilidade;
- d) ter sido negociadas em, pelo menos, 70% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira do índice.

De acordo com a sua metodologia, o IVBX-2 mede o retorno de uma carteira formada por ações de segunda linha, selecionadas de acordo com os critérios mencionados. Estas são ponderadas pelo seu respectivo valor de mercado (considerando as ações disponíveis para negociação e excluindo as detidas pelo controlador da companhia).

A vigência da carteira teórica do índice é de quatro meses (janeiro-abril, maio-agosto e setembro-dezembro), sendo reavaliada a cada quadrimestre. A qualquer momento, poderão ser efetuados ajustes no índice como decorrência de proventos distribuídos pelas companhias cujas ações integram o IVBX-2.

### ✓ Índices MLCX e SMLL

Os índices Mid Large Cap (MLCX) e Small Cap (SMLL) têm por objetivo medir o comportamento das empresas listadas na Bolsa de modo segmentado. Este primeiro medirá o retorno de uma carteira composta pelas empresas listadas de maior capitalização. Já o segundo terá uma carteira composta por empresas de menor capitalização. As ações componentes serão selecionadas por sua liquidez, e serão ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

As empresas que, em conjunto, representarem 85% do valor de mercado total da Bolsa são elegíveis para participarem do índice MLCX. As demais empresas que não estiverem incluídas nesse universo são elegíveis para participarem do índice SMLL. Empresas emissoras de BDRs e empresas em recuperação judicial ou falência não estão incluídas nesse universo. Serão incluídas nas carteiras dos índices as ações que atenderem aos seguintes critérios:

- ✓ inclusão em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 98% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- ✓ participação em termos de presença em pregão igual a 95% no período.

Uma ação será excluída da carteira, quando das reavaliações periódicas, se deixar de atender a um dos critérios de inclusão. Se, durante a vigência da carteira, a empresa emissora entrar em regime de recuperação judicial ou falência, as ações de sua emissão serão excluídas da carteira do índice. Nessas eventualidades, serão efetuados os ajustes necessários para garantir a continuidade do índice.

#### ✓ Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada

O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) avalia o desempenho de uma carteira teórica formada pelas ações de empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos **níveis 1 e 2** da BM&FBOVESPA. Ou seja, reúne as empresas com as melhores regras de transparência na gestão dos seus negócios e divulgação de informações contábeis.

As ações, que formam o IGC, são ponderadas pela multiplicação de seu valor de mercado por um fator de governança, sendo este igual a 2 para as ações do Novo Mercado, 1,5 para os títulos do Nível 2 e 1 para aqueles de Nível 1. Vale observar que a participação de uma empresa no índice não pode ser superior a 20%.

#### ✓ Índice de Sustentabilidade Empresarial

Seguindo uma tendência mundial de incentivar os denominados “investimentos socialmente responsáveis”, a BM&FBOVESPA começou a apurar e divulgar o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

### Investimentos Socialmente Responsáveis

Investimentos Socialmente Responsáveis é o nome dado aos investimentos em papéis emitidos por empresas sustentáveis, isto é, empresas que estão mais bem preparadas para enfrentar os riscos econômicos, sociais e ambientais.

A cesta do ISE é formada por até 40 ações de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e com a sustentabilidade empresarial, e que também atuam como promotores das boas práticas no meio empresarial brasileiro.

As ações são selecionadas a partir das informações geradas pela aplicação de um questionário, desenvolvido pelo Centro de Estudos de Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (CES-FGV), entre as empresas emissoras das 150 ações mais negociadas na BM&FBOVESPA e que tenham participado em, pelo menos, 50% dos pregões nos 12 meses precedentes.

O questionário avalia os elementos ambientais, sociais e econômico-financeiros, junto com outros aspectos relativos a) à posição da empresa em acordos globais; b) às características dos produtos elaborados; e c) aos critérios de governança corporativa adotados pelas empresas.

Os resultados obtidos a cada ano são analisados estatisticamente visando identificar clusters (agrupamentos) de empresas com desempenho semelhante e estabelecer uma relação ordinal entre eles. As melhores empresas candidatas a integrar o índice são submetidas à aprovação do Conselho criado para tal finalidade e do qual participam representantes da BM&FBOVESPA, da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE); do Instituto de Fiscalização e Controle (IFC), do Instituto Ethos e do Ministério do Meio Ambiente.

A carteira do ISE é válida por um ano, ao término do qual volta a ser reavaliada com os mesmos critérios que lhe deram origem. Para cálculo do ISE, é utilizada fórmula semelhante aos índices setoriais da BM&FBOVESPA (e também do IBrX e do IGC). Dessa maneira, apura-se o retorno dos papéis escolhidos, ponderados pelo valor de mercado das ações disponíveis para negociação (excluídas as detidas pelos seus controladores). A base do índice foi fixada igual a 1.000 pontos em 30/11/2005.

### ✓ Índice de Ações com Tag Along Diferenciado

O Índice de Ações com Tag Along Diferenciado (ITAG) tem como objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que ofereçam melhores condições aos acionistas minoritários, no caso de alienação do controle.

#### Tag along

A exigência legal prevê que os novos controladores de uma empresa façam um tag along (oferta de compra) das ações ordinárias em poder do público, com preço igual ou superior a 80% do preço pago na aquisição do controle acionário.

Podem fazer parte do ITAG, as ações ordinárias de companhias que oferecem um percentual maior de tag along, e/ou as ações preferenciais cuja companhia oferece tag along em qualquer percentual. As ações de novas empresas listadas na BM&FBOVESPA que atendem a esse critério serão incluídas na carteira do índice após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação. Os papéis de empresas já negociados nos pregões da BM&FBOVESPA serão incluídos a partir do pregão seguinte à comunicação à Bolsa de sua decisão de oferecer um tag along diferenciado.

As ações com essas características deverão ter tido presença em, no mínimo, 30% dos pregões dos doze meses precedentes ao de cálculo ou reavaliação do índice e a carteira assim formada terá validade quadrimestral pelos períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro.

O critério de ponderação adotado no cálculo do índice é valor de mercado das ações disponíveis para negociação (free float), devendo-se verificar que nenhuma ação tenha participação superior a 20% do valor do índice. O ITAG foi fixado em 1.000 em 30/12/2002.

## ÍNDICES SETORIAIS

Em época recente, devido ao processo de abertura econômica e crescente estabilidade, começaram a ser apurados os índices setoriais de lucratividade de ações. Com eles, os investidores passaram a dispor de um benchmark (padrão de comparação), seja para acompanhar a evolução dos seus investimentos, seja para avaliar o andamento de alguns setores da economia nacional.

Observa-se, atualmente, na BM&FBOVESPA, a existência de vários índices setoriais, entre eles, o Índice de Energia Elétrica (IEE), o Índice Setorial de Telecomunicações (ITEL) e o Índice do Setor Industrial (INDX). O desenvolvimento de tais índices é um reflexo dos significativos processos de reestruturação e privatização, pelos quais os setores de utilities passaram nestes últimos anos bem como da parceria com outras instituições visando oferecer novos instrumentos de análise aos agentes econômicos. Na site da BM&FBOVESPA é possível consultar todos os índices.

### ✓ Índice FGV - 100

Calculado pelo IBRE/CEEF, o FGV-100 é um índice de preços de ações de 100 empresas privadas não financeiras, que têm seus papéis negociados na BM&FBOVESPA e no Mercado de Balcão Organizado, administrado pela Bolsa, selecionadas segundo os seguintes critérios:

- devem mostrar a dimensão e o desempenho, medidos a partir dos resultados dos balanços patrimoniais;
- devem refletir a liquidez dos papéis, tendo como base a representatividade dos mesmos em termos de presença nos pregões, número de negócios, número de títulos negociados, volume negociado.



O peso de cada uma das empresas selecionadas para fazer parte da carteira teórica do índice FGV100 é calculado a partir de uma ponderação que toma como base seus patrimônios líquidos. A composição e a estrutura de ponderação da carteira teórica são revistas e atualizadas anualmente e sua cotação é expresso em pontos. O índice FGV 100 acompanha o desempenho das ações consideradas de segunda linha pelo mercado (apenas empresas não financeiras de capital privado).

Em 1993, a mesma instituição criou outro índice semelhante, denominado FGV100E, que se diferencia do FGV100 apenas por incluir empresas estatais na composição da carteira teórica.

## 5.6 Exchange Traded Fund (ETF)

Exchange Traded Fund (ETF) é um fundo de investimento em índice, com cotas negociáveis em bolsa, como se fossem ações. O ETF busca obter desempenho semelhante à performance de determinado índice de mercado e, para tanto, sua carteira replica a composição desse índice de acordo com regras determinadas por regulação específica. São também conhecidos como trackers.

Ao investir em um ETF, aplica-se, ao mesmo tempo, em uma carteira de ações com papéis de diferentes companhias que, juntas, reproduzem um determinado índice, diminuindo, dessa forma, a probabilidade e o risco de perda inerente à negociação de que corre quando se opta por negociar um título em especial.

O custo da operação torna-se menor (investir nas ações que compõem o índice exigiria comprar, nas devidas proporções, os componentes daquele índice, com os custos de negociação de cada operação e, além disso, para manter a mesma posição do índice, gerir, de forma bastante dinâmica, as proporções de seus componentes).

O investidor pode comprar ou vender o ETF no mercado secundário da mesma forma que faz com suas ações, ou solicitar a emissão ou o resgate de ETFs, desde que tais operações sejam realizadas com os papéis que compõem a carteira teórica daquele índice ao qual o ETF é vinculado e de acordo com o regulamento específico de cada produto.

### Risco diversificado

O ETF combina a simplicidade da negociação com ações com o risco diversificado dos fundos de investimento. Além disso, a taxa de administração de um ETF é, em geral, inferior à cobrada pelos fundos tradicionais.

Os ETFs são aprovados para negociação na BM&FBOVESPA e podem ser adquiridos e vendidos da mesma forma que qualquer ação. Como valores mobiliários listados em bolsa, os ETFs propiciam aos benefícios que não estão disponíveis para investidores em fundos de investimento não listados.

Por exemplo, os ETFs podem ser usados pelos cotistas como margem para operações por eles realizadas em bolsa. Além disso, tanto os ETFs quanto as ações podem ser objetos de empréstimo em operações de mercado, conforme permitido pela regulamentação vigente. Partes envolvidas nas operações com ETFs:

- ✓ **Bolsa de valores:** fornece a plataforma para listagem, negociação, liquidação e custódia.
- ✓ **Gestor do fundo:** responsável pela gestão da carteira do fundo e por replicar a performance do índice de referência.
- ✓ **Administrador do fundo:** responsável pela administração do fundo e pela emissão e resgate das cotas do ETF.
- ✓ **Agente autorizado:** corretora que pode emitir e resgatar lotes mínimos de ETFs, relacionando-se diretamente com o administrador do fundo.
- ✓ **Formador de mercado:** corretora presente, diária e continuamente, no mercado com ofertas de compra e de venda para, pelo menos, uma quantidade mínima de ETFs por oferta e obedecendo a um spread máximo. Exerce o importante papel de dar liquidez ao produto. Na maioria das vezes, também é participante autorizado.
- ✓ **Custodiante:** assegura a guarda dos ETFs e dos ativos que os compõem, bem como operacionaliza a emissão e o resgate das cotas.

O valor de referência do ETF, também conhecido como IOPV (Indicative Optimized Portfolio Value), é uma estimativa do valor teórico da cota do ETF em um dado momento. O IOPV corresponde ao valor total de todos os ativos da carteira do ETF, atualizados de acordo com as mais recentes cotações desses ativos na Bolsa, subtraídos os encargos e dividido esse valor total pelo número de cotas.

O preço de negociação do ETF flutuará com base na oferta e na demanda dos ETFs que, por sua vez, refletirão as condições do mercado das ações que integram a carteira do Fundo, a conjuntura econômica do Brasil e as expectativas gerais dos investidores. Nesse sentido, poderá ser diferente do valor de referência do ETF, representado pelo IOPV.

Entretanto, o preço de mercado do ETF será muito próximo do IOPV. Quando o preço do ETF for superior ao IOPV, significa que está sendo negociado com ágio e quando está abaixo, que está sendo negociado com deságio. As diferenças entre ambos geram oportunidades de arbitragem.

## INTEGRALIZAÇÃO E RESGATE DE COTAS DE ETF

A negociação de ETFs pode ocorrer no mercado secundário, quando o investidor compra e vende o ETF no mercado a vista de Bolsa, da mesma forma que faz com ações ou no mercado primário, quando o investidor integraliza ou resgata um determinado número de cotas.

Uma vez constituídos sob a forma de condomínios abertos, os fundos de índice permitem a integralização e o resgate de cotas. Desse modo, conforme a demanda por ETF aumenta ou diminui, o tamanho do fundo pode se expandir por meio da integralização de ETFs ou se contrair, o que se dá quando os ETFs são resgatados.

O processo de integralização ocorre quando o administrador cria e emite cotas de ETFs para o agente autorizado em troca de ativos. Estes ativos correspondem a uma cesta do fundo. Da perspectiva do agente autorizado, os ativos são adquiridos em Bolsa e trocados por cotas de ETF, que passam a ser negociadas em Bolsa. As cotas do Fundo somente poderão ser integralizadas ou resgatadas por agentes autorizados, em lotes mínimos de cotas ou em múltiplos de lotes mínimos de cotas.

O agente autorizado pode também atuar como formador de mercado, mantendo ofertas de compra e de venda de forma contínua ao longo do pregão. De forma similar ao processo de integralização, o processo de resgate ocorre quando o agente autorizado resgata cotas de ETF em troca de ativos do Fundo. Depois que as cotas de ETF são resgatadas, o agente autorizado pode vender os ativos em Bolsa, e o administrador cancelará essas cotas de ETF.

No site da BM&FBOVESPA é possível ver a lista de ETFs listados bem como os valores das referências das cotas e respectivos preços de negociação e do dia. Em abril de 2011 foi lançado o novo ativo IT Now INFC Fundo de Índice, referenciado no Índice Financeiro (INFC) da BM&FBOVESPA.

Também são negociadas na bolsa contratos de opções flexíveis sobre os ETFs. Por exemplo, em junho de 2011, a BM&FBOVESPA autorizou a negociação dos contratos derivativos no mercado de balcão organizado por ela administrado os: contrato de opções flexíveis de compra sobre IT Now INFC Fundo de Índice (FIND11) e contrato de opções flexíveis de venda sobre IT Now INFC Fundo de Índice (FIND11).

Em novembro de 2011, a BM&FBOVESPA autorizou a negociação de outros novos contratos derivativos no mercado de balcão organizado dela: contrato de opções flexíveis de compra sobre It Now IGCT Fundo de Índice (GOVE11); contrato de opções flexíveis de venda sobre It Now IGCT Fundo de Índice (GOVE11); contrato de opções flexíveis de compra sobre It Now ISE Fundo de Índice (ISUS11); e contrato de opções flexíveis de venda sobre It Now ISE Fundo de Índice (ISUS11). Para mais informações como ativo-objeto, prêmio, tamanho dos contratos, tipos de barreira e entre outras, consultar o site da BM&FBOVESPA.

Em janeiro de 2012, o ETF de maior liquidez na BM&FBOVESPA foi o ISHARES BOVA CI, com o código de negociação BOVA11, lançado em 19/11/2008, que corresponde ao Ibovespa.

## 5.7 Clube de investimento

Trata-se de uma aplicação financeira criada por um grupo de pessoas que desejam investir seu dinheiro em ações das empresas, ou seja, tornar-se sócias delas. E, ao se tornar sócio de uma empresa, comprando suas ações, você terá direito a uma parcela dos seus lucros.

Ele pode ser criado por empregados ou contratados de uma mesma entidade ou empresa, ou ainda por um grupo de pessoas que têm objetivos em comum, como professores, metalúrgicos, donas de casa, médicos, aposentados, dentre outros.

Para criar o clube de investimento, você precisará de um administrador que deve ser uma corretora de valores, uma distribuidora de títulos ou um banco. O administrador escolhido cuidará de todos os documentos e registros legais e vai zelar pelo bom funcionamento do clube. Cada clube de investimento tem seu estatuto social, ou seja, o regulamento para sua criação. Regulamento é o conjunto de normas e leis que devem ser seguidas para o funcionamento do clube.

Além dos processos burocráticos descritos acima, o administrador do seu clube de investimento também poderá ser responsável pela escolha das ações que compõem a carteira dele. Carteira de ações é o nome dado ao conjunto de papéis que serão comprados para o clube de investimento com o dinheiro de todos os participantes.

O rendimento das aplicações, bem como outras informações acerca das movimentações realizadas pelo clube de investimento, serão comunicados pelo administrador.

### CONDIÇÕES PARA A CRIAÇÃO DO CLUBE DE INVESTIMENTO

Pelas regras, o clube de investimento não tem data para acabar, mas pode ter um prazo predefinido para ser extinto, caso seja esta a vontade dos participantes. O Clube de Investimento tem critérios para a escolha das ações que vão fazer parte de sua carteira. Esses critérios são conhecidos como a política de investimento que o administrador vai usar. Ele vai escolher o tipo de ação que deverá estar na carteira do Clube de Investimento, de acordo com essa política.

A compra e a venda das ações, o prazo mínimo para você deixar o dinheiro aplicado no Clube de Investimento e as regras para a entrada de um novo participante também serão relacionados no estatuto social, assim como as condições para o encerramento do clube e o que se deve fazer no caso de morte ou invalidez dos participantes.

Uma taxa de administração, mensal ou anual, será cobrada de cada um dos participantes para as despesas do clube de investimento.

### EXIGÊNCIAS LEGAIS E REGULAMENTARES

A BM&FBOVESPA é quem registra o clube e o fiscaliza, em conjunto com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão do governo que regulamenta o mercado de ações. O registro do clube de

investimento é realizado depois de analisada a documentação necessária providenciada pela corretora de valores escolhida.

As cotas são mantidas em depósito pelo clube de investimento em nome dos seus compradores, o que é feito pelo administrador. O clube poderá determinar o número mínimo de cotas que poderão ser compradas por membro. Cada cota representa a divisão do valor do dinheiro do clube pelo número total de cotas. Todos os participantes têm direito de comprar novas cotas durante o funcionamento do clube de investimento.

A taxa é mensal é definida conforme o tamanho do clube, da tarefa do administrador e das despesas gerais, como folhetos, correspondências, documentos, relatórios necessários para manter você bem informado. O clube de investimento pode comprar títulos e ações negociados na Bolsa, porém, operações mais complexas e do mercado futuro sofrem algumas restrições.

Os participantes têm direito de opinar sobre qualquer mudança no estatuto do Clube de Investimento. Quando isso ocorre, realiza-se uma reunião chamada Assembleia Geral. Tudo o que é decidido na assembleia, por votação, é apresentado aos participantes na forma de um documento.

A assembleia serve ainda para a apresentação anual do balanço, ou seja, para mostrar como anda o dinheiro do Clube de Investimento. Ela pode ser realizada uma vez por mês ou em convocações extras, caso seja necessário. A chamada para a assembleia será feita por correspondência, publicação em jornal ou por e-mail (correio eletrônico).

Em 2011, a CVM divulgou duas novas Instruções, CVM nº 494 e nº 495, que estabelecem novas regras para Clubes de Investimento. A primeira altera a regulamentação existente sobre a constituição, administração, funcionamento, divulgação de informações e distribuição de cotas; já a segunda, trata da elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras.

De acordo com estas instruções, o gestor do Clube não pode:

1. contrair ou efetuar empréstimos, salvo pelas hipóteses descritas no parágrafo único;
2. prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma;
3. vender cotas à prestação;
4. prometer rendimentos predeterminados aos cotistas;
5. aplicar recursos diretamente no exterior;
6. adquirir cotas do próprio Clube; e
7. utilizar recursos do Clube para pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas.

Adicionalmente, a instrução CVM nº 494 define que:

1. a denominação do Clube deve constar a expressão “Clube de Investimento”;
2. nenhum cotista pode ser titular de mais de 40% (quarenta por cento) do total das cotas do Clube;
3. O Clube deve possuir, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido investido em: ações; bônus de subscrição; debêntures conversíveis em ações, de emissão de

companhias abertas; recibos de subscrição; cotas de fundos de índices de ações negociados em mercado organizado; e certificados de depósitos de ações.

### Atenção

- No cálculo do percentual mínimo a que se refere o item 3 acima, devem ser considerados os ativos cedidos em empréstimo e as garantias depositadas em excesso, desde que constituídas pelos títulos citados acima e não devem ser considerados os ativos referidos acima que estejam depositados como garantia de operações próprias.

Outra atualização importante refere-se ao número de participantes. De acordo com artigo 1º, da instrução CVM nº 494, O Clube de Investimento é um condomínio aberto constituído por no mínimo 3 (três) e no máximo 50 (cinquenta) pessoas naturais, para aplicação de recursos em títulos e valores mobiliários.

## 5.8 Investimentos globais

O processo de globalização, que ganhou força nos anos de 1990, levou ao desenvolvimento de novas formas de investimento pelos residentes de um país em ativos de outros países. Nessa época, vários dos denominados países emergentes, dentre eles, o Brasil, abriram seus mercados financeiros ao capital estrangeiro alterando a legislação existente e/ou ditando novas normas. Nesse contexto, consolidou-se uma forma de colocação de direitos sobre papéis representativos de ações de empresas brasileiras (e de outros países emergentes) no mercado financeiro dos Estados Unidos de América, que receberam o nome de American Depositary Receipts, ou simplesmente, ADRs. Mais recentemente, a consolidação do Brasil como um mercado de capitais de excelência levou ao desenvolvimento do mercado de recibos de depósitos de ações de empresas estrangeiras conhecidos como BDRs. A seguir, são apresentadas as principais características.

### BRAZILIAN DEPOSITARY RECEIPTS (BDRs)

Nos últimos anos, o mercado de capitais brasileiro tem sido capaz de financiar volumes crescentes de recursos para as empresas e a BM&FBOVESPA se destaca como um dos principais centros mundiais de ofertas públicas iniciais (IPOs). Emissores estrangeiros também podem ter seus valores mobiliários listados na BM&FBOVESPA por meio da utilização do mecanismo de Brazilian Depositary Receipts (BDRs), recibos representativos de valores mobiliários emitidos e custodiados no Exterior.

Em 1996, o Conselho Monetário Nacional regulamentou os programas de BDRs para negociação no mercado doméstico. Em 2000 e, posteriormente, em 2006, a regulamentação dos BDRs foi

reformulada, visando ao aperfeiçoamento das regras, à maior aderência às práticas internacionais e à modernização de procedimentos operacionais.

### O que são BDRs?

São certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no Exterior e emitidos por instituição depositária no Brasil.

Os BDRs têm como lastro valores mobiliários emitidos no Exterior, que podem ser provenientes do mercado secundário ou de novas ofertas públicas. A transferência de titularidade dos BDRs ocorre de forma equivalente aos demais valores mobiliários brasileiros, podendo ser transacionados em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado.

A emissão dos BDRs deve ser realizada por instituições brasileiras, denominadas instituições depositárias, que são autorizadas a funcionar pelo Banco Central e habilitadas pela CVM. A instituição depositária atua na estruturação e lançamento do programa no mercado brasileiro, na obtenção do registro do programa de BDRs e na obtenção do registro da companhia na CVM.

Quando o programa for patrocinado, a companhia emissora dos valores mobiliários no Exterior é responsável pela disponibilização das informações necessárias ao processo, por meio de seu representante legal no Brasil.

A instituição depositária tem também como funções, em determinados casos, obter o registro dos BDRs na BM&FBOVESPA, coordenar a distribuição de direitos no mercado brasileiro (dividendos, bonificações, subscrições e outros), bem como divulgar informações sobre o programa e sobre a empresa emissora dos valores mobiliários lastro dos BDRs.

A emissão dos certificados é lastreada em valores mobiliários depositados em instituições custodiantes no país em que os ativos lastro são negociados. Para atuar como instituição custodiante, tais entidades devem ser autorizadas, por órgão similar à CVM, a manter em custódia os valores mobiliários.

### MODALIDADES DE BDR

Há duas categorias de BDRs: os **patrocinados** (Níveis I, II ou III) e os **não patrocinados**, sendo que nesta última categoria existe apenas o Nível I. Independentemente da categoria, todos os programas de BDRs deverão ser registrados na CVM.

## BDRS PATROCINADOS

O Programa de BDRs Patrocinado caracteriza-se por ser instituído por uma única instituição depositária, contratada pela companhia emissora dos valores mobiliários lastro do certificado de depósito.

A companhia emissora dos valores mobiliários é denominada empresa patrocinadora e se responsabiliza pelos custos do programa. Nos programas patrocinados, a companhia é responsável por publicar informações obrigatórias no mercado brasileiro, por meio do seu representante legal.

O Programa de BDRs Não Patrocinados é instituído por uma instituição depositária emissora de certificado, sem um acordo com a companhia emissora dos valores mobiliários lastro do certificado de depósito.

## NÍVEIS DE BDRS PATROCINADOS

### a) BDR Patrocinado Nível I

Este Nível de BDR pode ser negociado em mercado de balcão organizado ou em bolsa de valores, em segmentos específicos para BDR Nível I administrado pela BM&FBOVESPA.

Apesar da dispensa de registro de companhia na CVM, devem ser divulgadas no Brasil as mesmas informações que a emissora está obrigada a divulgar em seu país de origem, isto é, no mínimo, fatos relevantes, comunicações ao mercado e avisos da disponibilização das demonstrações financeiras no país de origem.

Os BDRs Patrocinados Nível I são para aquisição exclusiva de instituições financeiras, fundos de investimento, carteira própria de administradores de carteira e de consultores de valores mobiliários e de empregados da empresa patrocinadora ou de outra empresa integrante do mesmo grupo econômico. Antes de aceitar as ordens dos investidores para negociação de BDR Nível I, os intermediários devem certificar-se de que os investidores enquadram-se nessas categorias.

### Importante

Os BDRs classificados como Nível I equiparam-se a ativos financeiros negociados no Exterior, devendo os gestores dos fundos atentarem para os limites de enquadramento dessa modalidade de aplicação.

### b) BDR Patrocinado Nível II

Os BDRs Nível II podem ser negociados em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado e, diferentemente do Nível I, há a necessidade do registro de companhia na CVM. Neste nível, contudo, ainda não existe esforço de venda a investidores.



O pedido de registro de companhia deverá ser instruído com uma série de documentos e informações, definidos pela CVM, destacando-se que a companhia deverá designar representante legal no Brasil e que as demonstrações financeiras deverão ser elaboradas de acordo com o padrão contábil brasileiro, admitindo-se informações trimestrais em consonância com as normas internacionais – International Financial Reporting Standards (IFRS), desde que em moeda nacional.

### c) BDR Patrocinado Nível III

Neste Nível, o programa apresenta as mesmas características do Nível II, mas as empresas que optam pelo Programa Nível III fazem distribuição pública de BDRs no mercado brasileiro. Somente será registrado o Programa de BDR Nível III quando a distribuição de valores mobiliários no Brasil e no Exterior for simultânea; também será exigido o cumprimento da Instrução CVM 400 e demais normas aplicáveis à distribuição pública.

<b>Resumo – BDRs Patrocinados</b>	<b>Nível II</b>	<b>Nível III</b>
Negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado	X	X
Registro da companhia na CVM	X	X
Operação de distribuição pública		X
Demonstrações financeiras de acordo com o padrão contábil brasileiro e IFRS	X	X
Informações adicionais às do país de origem	X	X
Exigência dos requisitos impostos para registro de distribuição pública no Brasil		X

## RESPONSABILIDADE DAS INSTITUIÇÕES ENVOLVIDAS

### a) Instituição depositária

As responsabilidades da instituição depositária são detalhadas a seguir:

#### Responsabilidades da instituição depositária perante a CVM

- Registrar a companhia e o programa e cumprir as obrigações operacionais relativas ao mesmo
- Responder por qualquer irregularidade na condução do programa
- Manter atualizados os demonstrativos que apresentem a movimentação dos BDRs emitidos e cancelados
- Exercer o direito de voto correspondente aos valores mobiliários depositados, no interesse dos detentores dos BDRs
- Fornecer quaisquer informações e documentos relativos aos programas aprovados e aos valores mobiliários emitidos

#### Responsabilidades da instituição depositária perante o Banco Central

Última atualização: 31/01/12

- Efetuar o processamento e controle das movimentações previstas nas Resoluções CMN 3.265/2005 e 3.412/2006
- Manter à disposição do Bacen, por cinco anos, documentos relativos à movimentação de valores mobiliários do programa, respectivos contratos de câmbio e contas de custódia
- Fazer declaração de bens e valores detidos no Exterior, de forma totalizada por programa de BDR, nos termos da Circular do Bacen 3.345/2007

#### b) Representante legal

A designação de representante legal da companhia no Brasil é uma das condições para que a CVM conceda registro de companhia. Esse representante deverá ter plenos poderes para tratar de quaisquer questões, podendo ser demandado e receber citação inicial e intimações pela sociedade.

O representante legal deverá ser domiciliado e residente no Brasil e deverá, de forma expressa e formal, aceitar sua designação, indicando, inclusive, sua ciência quanto às responsabilidades a ele impostas pela lei e pela regulamentação brasileiras.

O representante legal é responsável, juntamente com a companhia, pela prestação das informações previstas na Instrução CVM 331 aos investidores, à CVM e à BM&FBOVESPA, bem como por manter atualizado o registro de companhia.

A companhia terá vinte dias para promover a substituição do representante legal em caso de renúncia, falecimento, incapacidade ou impedimento permanente.

#### Responsabilidades do representante legal perante a CVM

- Prestar informações societárias e contábeis sobre a companhia, por ocasião do pedido de registro da companhia
- Prestar informações obrigatórias periódicas (de acordo com os formulários-padrão ITR, DFP, IAN)
- Prestar informações obrigatórias eventuais
- Manter atualizados, perante a CVM e o mercado, os dados cadastrais da companhia, até cinco dias após a ocorrência de qualquer alteração
- Divulgar, simultaneamente, as informações relevantes para todos os mercados de que participa

É importante ressaltar que, nos Programas Patrocinados, as empresas emissoras das ações lastro dos Programas de BDRs estão envolvidas em todo o processo de listagem do programa, sendo co-responsáveis pelo envio de informações ao mercado onde são negociados os BDRs, da mesma forma que o fazem para o mercado onde são negociadas suas ações.

### c) Coordenador da distribuição pública

No caso de Programa de BDRs Patrocinados Nível III, haverá também a participação do coordenador líder da distribuição pública, que será responsável pelo cumprimento das obrigações e procedimentos descritos na Instrução CVM 400, que dispõe sobre o registro de ofertas de distribuição pública de valores mobiliários.

### d) Banco interveniente

O banco interveniente, além de ser uma instituição autorizada pelo Banco Central a operar em câmbio, deve atender a algumas exigências específicas do programa de BDRs, as quais são expostas abaixo:

#### Responsabilidades do banco interveniente perante o Banco Central

- Verificar o cumprimento por parte da instituição depositária das disposições das Resoluções CMN 3.265/2005 e 3.412/2006 e da Circular Bacen 3.328/2006
- Manter os documentos referentes à operação em arquivo pelo prazo de 5 anos
- Responder pela legitimidade da operação de câmbio realizada

### BDRS NÃO PATROCINADOS

A decisão de emitir BDR Nível I Não Patrocinado (BDR N1 NP) parte de uma instituição depositária estabelecida no Brasil, que solicita o registro do programa à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e à Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), sem envolvimento da empresa estrangeira emissora do lastro dos BDRs.

#### ✓ Investidores

Os BDRs N1 NP destinam-se exclusivamente a determinada categoria de investidores. De acordo com a regulamentação da CVM, são investidores autorizados a adquirir BDR N1 NP: (i) instituições financeiras, (ii) fundos de investimento e (iii) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

Para efeito de composição de carteira, são considerados investimentos no Exterior.

Os interessados em investir em BDR N1 NP deverão fazer cadastro específico em sua corretora e declarar formalmente que são investidores autorizados, conforme a regulamentação vigente, e que estão cientes dos riscos envolvidos.

### ✓ Informações sobre as empresas estrangeiras

As empresas estrangeiras emissoras dos valores mobiliários que lastreiam os BDRs N1 NP não são registradas como companhia aberta na CVM nem listadas na BM&FBOVESPA e, por isso, não estão sujeitas às mesmas regras de divulgação de informações que as companhias brasileiras.

Contudo, essas empresas são registradas nos órgãos reguladores de seus países de origem e divulgam regularmente informações corporativas e financeiras de acordo com as regras às quais estão submetidas. No Brasil, a responsável pela divulgação das informações dessas empresas é a emissora dos certificados, ou seja, a instituição depositária.

A CVM só autoriza a emissão de BDR N1 NP com lastro em valores mobiliários de empresas sediadas em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para troca de informações com a CVM, ou seja, signatários do Memorando Multilateral de Entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores (OICV).

### ✓ Negociação

Os BDR N1 NP são listados no Mercado de Balcão Organizado (MBO) da BM&FBOVESPA, no segmento especial denominado Mercado Internacional, e são negociados no MBO do sistema eletrônico de negociação do segmento Bovespa.

### ✓ Liquidação e custódia

A liquidação das operações de compra e de venda de BDR N1 NP é executada na BM&FBOVESPA junto às demais operações realizadas nos mercados do segmento Bovespa. Os BDR N1 NP são custodiados na central depositária da BM&FBOVESPA.

### ✓ Exercício de direitos

Em relação aos procedimentos adotados para os diversos eventos corporativos das companhias estrangeiras, vale mencionar que pode haver diferença entre as práticas adotadas no Exterior e no Brasil. Sendo assim, os interessados em investir em BDR N1 NP devem se informar na instituição depositária (emissora dos certificados).

### ✓ Emissão e cancelamento

A instituição depositária é responsável pelos procedimentos necessários para que os certificados sejam emitidos ou cancelados, a pedido do investidor brasileiro. No caso de emissão, o investidor

deverá entregar os ativos lastro dos BDRs para a instituição custodiante no Exterior e solicitar a entrega dos BDRs à instituição depositária emissora no Brasil. Para a aquisição dos ativos lastro dos BDRs, o investidor poderá contatar uma corretora local e/ou internacional e deverá seguir o processo de liquidação no mercado local dos ativos lastro dos BDRs. No caso de cancelamento, o investidor solicita que os lastros correspondentes aos seus certificados lhes sejam entregues no Exterior. Para mais informações sobre esses procedimentos, bem como sobre a taxa cobrada pelo serviço, consulte a instituição depositária responsável pelos certificados.

## O QUE SÃO ADR?

Na legislação brasileira, os ADRs mereceram regulamentação específica por meio da Resolução CMN 1.848, de 31/07/1991 embora já existisse uma norma, a Resolução do CMN 1.289, de 20/03/1987 que genericamente definia os Depositary Receipts como: “certificados representativos de direitos de ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações, emitidos no Exterior por Instituição Depositária, com lastro em valores mobiliários depositados em custódia específica no Brasil”.

Em função de suas características, os ADRs se tornaram uma forma muito conveniente para os investidores dos Estados Unidos adquirirem valores mobiliários emitidos em outros países sem se preocupar com detalhes, limitações e complexidades típicas das operações internacionais. Simultaneamente, tornaram-se um meio para as empresas dos países emergentes aumentarem seu capital, nos casos em que o ADR está lastreado em novas emissões ou para aumentar a liquidez desses papéis quando se referenciam em títulos já emitidos. Diferenças de legislação e tributação fizeram que, em alguns momentos, os ADR se tornassem uma alternativa concorrente aos investimentos locais em bolsa de valores.

Detalham-se, a seguir, os conceitos básicos dos ADRs com ênfase na diferenciação por tipos quanto às características das quatro formas possíveis de negociação no mercado americano.

Os ADR são recibos de depósito emitidos por um banco norte-americano, cotados e negociados em dólares no mercado financeiro dos EUA, com **lastro** em ações de empresas estrangeiras custodiadas pelo banco emissor. O lastro são valores mobiliários emitidos fora dos EUA e os recibos conferem aos seus detentores benefícios econômicos iguais aos dos acionistas locais da empresa que lança o programa de ADR.

### Razão do ADR

A relação entre cada certificado (ADR) e o número ou a fração da ação que lhe dá origem é chamado de razão do ADR ou ADR ratio.

Uma vez emitidos, os ADRs, dependendo do seu tipo e de outras condições, são negociados no mercado de balcão e em bolsas dos Estados Unidos. Há quatro tipos de ADR, três deles identificados por nível (I a III) e mais um tipo emitido ao amparo da Regra 144A da SEC (quando são negociados fora dos mercados organizados). Os ADRs de Nível I são negociados apenas no mercado de balcão; de Nível II, a são negociados em bolsas sobre certificados lastreados em ações já emitidas; e os de Nível III, também são negociados em bolsa e envolvem a emissão de novas ações.

## TIPOS E CARACTERÍSTICAS

A colocação de ADRs junto aos investidores norte-americanos é realizada por meio de programas de dois tipos:

- ✓ **Patrocinados:** quando a sociedade anônima, cujas ações lastreiam os ADRs trabalha em conjunto com o banco depositário e assume a responsabilidade de manter um fluxo de informações adequado sobre a empresa.
- ✓ **Não patrocinados:** quando os ADRs são emitidos e colocados junto ao público, sem que a companhia emissora das ações que servem de lastro, participe ativamente do processo.

A modalidade de programas patrocinados é a mais usual no mercado americano sendo, em geral, condição necessária para que o ADR possa ser listado em bolsa. Os programas patrocinados pelas empresas cujas ações são depositadas para emissão dos ADRs se classificam em três níveis e na chamada Regra 144/A. Veja, a seguir, os aspectos diferenciais quanto à regulamentação específica e à sua forma de negociação.

### ✓ Nível I

Trata-se da forma mais simples de colocação de ADRs referenciados em ações já existentes nos mercados de origem. Neste nível, a instituição emissora dos ADRs deve cumprir apenas requisitos mínimos de registro (preenchendo o Formulário F-6) na Security Exchange Commission. Adicionalmente, conforme previsto na Regra 12g3-2b), a companhia obriga-se a enviar apenas sumários ou cópias de relatórios relativos a fatos relevantes, caso sejam exigidos ou não pelas entidades regulatórias locais ou não, ou pelas bolsas de origem.

A negociação dos ADRs Nível I ocorre somente no mercado de balcão. Serviços como o pink sheets divulgam diariamente os preços das ofertas de compra e venda destes títulos, preços que são compilados pelo National Daily Quotation Bureau. Com requisitos mais estritos de registros, as cotações podem ser publicadas também no OTC Bulletin Board (OTCBB), que é um serviço semelhante ao do National Daily Quotation Bureau, de divulgação de preços e volume de negócios com securities no mercado de balcão.

## ✓ Nível II

Os programas do Nível II possuem exigências maiores quanto ao registro e atendimento de regras de disclosure fixadas pela SEC dos Estados Unidos em seu Exchange Act. Conforme essa norma, além do registro do programa (Formulário F-6), torna-se necessário que a empresa emissora, preencha o Formulário F-20, provendo informações detalhadas sobre a companhia. Dentre essas informações encontram-se os estados contábeis que devem atender aos princípios geralmente aceitos de contabilidade (United States Generally Accepted Accounting Principles – U.S. GAAP) determinados pelo Financial Accounting Standards Board (Fasb). Por outro lado, a empresa emissora também fica obrigada a entregar à SEC, por ocasião de sua elaboração, os relatórios anuais bem como todos os demais informes e comunicações. Os ADRs de programas do Nível II são elegíveis para cotação e negociação nas bolsas de valores americanas, o que confere maior visibilidade aos emissores.

## ✓ Nível III

As empresas interessadas em aumentar seu capital pela oferta pública de ações no mercado americano devem respeitar as exigências previstas para os programas do Nível III. Neste caso, as companhias devem fazer o registro completo na SEC e atender todas as normas de divulgação e envio de informações.

Assim, em adição aos formulários F-6 (registro da emissão) e F-20 (registro detalhado dos dados da companhia emissora), a empresa deve preencher o formulário F-1 para registrar os valores mobiliários subjacentes aos ADRs. Este último deve ser acompanhado por prospecto informativo, destinado a ser divulgado junto aos potenciais investidores, descrevendo a companhia, o risco inerente ao negócio da empresa, o preço de oferta das ações e o planejamento adotado para efetuar sua distribuição.

Por último, à semelhança do Nível II, a empresa emissora se obriga a enviar à SEC os relatórios anuais e os demais informes e comunicações, por ocasião de sua elaboração. Também, neste caso, os ADRs de programas do Nível III podem ser listados para negociação nas bolsas de valores americanas.

## REGRA 144 A

A emissão de ADRs sob a Regra 144 A é utilizada pelas companhias interessadas em aumentar seu capital por meio da colocação dos papéis de forma privada, sem a chancela da SEC. Essa regra permite que os denominados Qualified Institutional Buyers (QIBs) adquiram e negociem entre si esses papéis.

Os QIBs são sofisticados investidores institucionais, dentre as que se destacam companhias de seguro, companhias de investimento licenciadas, fundos de pensão (planos de investimento para empregados), consultores de investimentos, dealers, e associações de poupança e empréstimo.

A Regra 144A/1990 da SEC, que exige aos QIBs da obrigatoriedade de manter por dois anos os valores mobiliários adquiridos em colocações privadas, permite que as empresas interessadas aumentem seu capital pela colocação simultânea (em dois ou mais mercados) de GDRs.

### MECÂNICA OPERACIONAL DOS ADRS

O investidor americano pode adquirir ADR por meio dos intermediários habilitados, cabendo a estes últimos decidirem se a compra será feita entre os certificados já emitidos ou se empreenderá uma nova emissão junto a um banco depositário.

Quando se realiza a emissão de novos ADRs além da empresa patrocinadora, emissora das ações subjacentes ao programa, destaca-se a participação de uma instituição custodiante, autorizada especificamente para essa finalidade pela CVM que atua no Brasil e uma instituição depositária nos EUA. Esta última instituição, o banco emissor, será responsável pela emissão, cancelamento e controle dos ADRs. Em linhas gerais, os passos de uma emissão de ADR podem ser descritos desta maneira:

- 1) A instituição financeira no Brasil adquire ações no mercado secundário local;
- 2) Os títulos adquiridos são depositados em um banco custodiante local;
- 3) O banco dos Estados Unidos que fará a emissão dos ADRs firma um acordo com o banco custodiante para emissão dos certificados de depósito;
- 4) O banco emissor americano emite e distribui os novos ADRs, por meio de um trustee (um Depositary Trust Company) com lastro nas ações depositadas no custodiante no Brasil;
- 5) Os investidores dos EUA podem adquirir os papéis no mercado de balcão ou na bolsa de valores onde tenha sido realizado o registro dos ADRs.

Para efetuar o cancelamento dos ADRs emitidos, o intermediário deve efetuar uma solicitação junto ao banco emissor nos Estados Unidos, que passa à instituição custodiante as instruções para a alocação e entrega das ações entre seus titulares.

### 5.9 Comentários finais

Neste capítulo, foram examinados os diferentes aspectos vinculados ao funcionamento do mercado de capitais. A partir da revisão do fundamento do mercado de capitais, foram conhecidos os detalhes dos processos de IPO e OPA, bem como ao exame dos diferentes tipos de negócios, modalidades operacionais e serviços (BTC) disponíveis na BM&FBOVESPA. O estudo dos índices acionários permitiu a comparação das principais formas adotadas nos mercados mundiais para apurar os indicadores que, além de sinalizar o andamento do mercado, são utilizados como