

# TOP

---

# MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS **BRASILEIRO**

---



Comissão de Valores Mobiliários



Comissão de Valores Mobiliários

---

# MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS **BRASILEIRO**

---

5<sup>a</sup> edição

Rio de Janeiro  
Comissão de Valores Mobiliários

2024

Convidamos os leitores a entrarem em contato conosco para o envio de sugestões e dúvidas sobre este material.

Gerência de Educação e Inclusão Financeira – GEIF  
Superintendência de Orientação aos Investidores e Finanças Sustentáveis – SOI  
Comissão de Valores Mobiliários  
Rua Sete de Setembro 111, 3º andar CEP 20.050-901 – Rio de Janeiro/RJ  
geif@cvm.gov.br  
www.gov.br/investidor/

5ª edição  
22/11/2024

O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários.

5. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2024.  
411p. : il.

ISBN 978-85-67896-04-5

1. Mercado de valores mobiliários. I. Comissão de Valores Mobiliários.

CDD – 332.6322

© 2024 - Comissão de Valores Mobiliários

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19 de fevereiro de 1998.

Este livro é distribuído nos termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil. Qualquer utilização não prevista nesta licença deve ter prévia autorização por escrito da Comissão de Valores Mobiliários.

## **Comissão de Valores Mobiliários**

### **Presidente - PTE**

João Pedro Nascimento

### **Diretores**

Daniel Walter Maeda Bernardo

Joao Carlos de Andrade Uzeda Accioly

Marina Palma Copola de Carvalho

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

### **Superintendente Geral - SGE**

Alexandre Pinheiro dos Santos

### **Superintendente de Orientação aos Investidores e Finanças Sustentáveis - SOI**

Nathalie de Andrade Araujo Matoso Vidual

### **Gerente de Educação e Inclusão Financeira - GEIF**

Paulo Roberto Portinho de Carvalho

### **Analistas da SOI/GEIF**

Thiago Alonso Erthal Salinas

Philip Araujo Silberman

Jonathan Moura Vidal

Eloisa de Almeida Pinto

### **Comitê Consultivo de Educação**

Associação Brasileira das Companhias Abertas — ABRASCA; Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais — ANBIMA; Associação Brasileira de Criptoeconomia — ABCripto; Associação Brasileira de Planejamento Financeiro — PLANEJAR; Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital — ABVCAP; Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais — APIMEC Brasil; Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias — ANCIRD; B3 S.A. — Brasil, Bolsa, Balcão; Instituto Brasileiro de Governança Corporativa — IBGC e Instituto Brasileiro de Relações com Investidores — IBRI.

## **Colaboradores das edições anteriores e desta edição**

ABRASCA: Alexandre Fischer, Ana Paula Marques dos Reis, Artur Boaretto e Cássio S. Namur.

ANBIMA: Fabiola Benotti, Marcelo Billi, Patrícia Santos, Tatiana Itikawa e Thais Pessoa.

ANCORD: Guilherme Marconi Neto e José David Martins Junior.

APIMEC: Aloisio Vileth Lemos, Eduardo Werneck Ribeiro de Carvalho, Francisco Dórto, Hélio Darwich, Leandro Martins, Marco Antonio Penteado, Marco Saravalle, Maria Eugenia dos Santos Buosi, Ricardo Coimbra, Ricardo Martins e Vinicius Correa e Sá.

B3: Arthur Vieira de Moraes, Bruna de Caro, Carlos Affonso, Christianne Bariquelli, Daniela Norcia, Gustavo de Souza e Silva, José Alberto Netto Filho, Mariana Botega, Marina de Carvalho Naime e Patrícia Quadros.

CVM: Eloisa de Almeida Pinto, José Alexandre Vasco, Júlio César Dahbar, Luis Felipe Marques Lobianco, Marcelo Gomes Garcia Lopes, Nathalie Vidual e Paulo Roberto Portinho de Carvalho.

IBGC: Adriane C. S. de Almeida, Ana Paula Iervolino, André Celestino Tenório de Oliveira, Daniela Rede Barreto Amaral, Eduardo Mattos, Luiz Fernando Dalla Martha, Luiz Fernando Rudge, Rodrigo Jorge de Lima e Rodrigo Miguel Trentin.

IBRI: Elizabeth Piovezan Benamor, Jennifer Almeida, Luiz Roberto Cardoso e Rodney Vergili.

PLANEJAR: Marcia Belluzzo Dessen e Myrian Lund.

## **Diagramação**

Leonardo Carneiro Costa - Assessoria de Comunicação Social (ASC/CVM)

## **Agradecimento**

Agradecemos a todos os colaboradores da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC NACIONAL), da Brasil Bolsa Balcão (B3), do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) e da PLANEJAR – Associação Brasileira de Planejamento Financeiro, que contribuíram, direta ou indiretamente, na revisão desta 5<sup>a</sup> edição do Livro TOP Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.

Esta obra é disponibilizada de acordo com os termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil (by-nc-nd)



**Tem o direito de:**

**Compartilhar** – reproduzir, distribuir e transmitir o trabalho

**De acordo com as seguintes condições:**



**Atribuição** – Tem de fazer a atribuição do trabalho, da maneira estabelecida pelo autor ou licenciante (mas sem sugerir que este o apoia, ou que subscreve o seu uso do trabalho).



**NãoComercial** – Não pode usar este trabalho para fins comerciais.



**Trabalhos Derivados Proibidos** – Não pode alterar ou transformar este trabalho, nem criar outros trabalhos baseados nele.

Esta é uma descrição simplificada baseada na licença integral disponível em:  
[creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/br/legalcode](http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/br/legalcode)

## **LIVRO DE DISTRIBUIÇÃO GRATUITA. VEDADA A SUA COMERCIALIZAÇÃO**

A versão eletrônica deste livro pode ser obtida gratuitamente em:

[www.gov.br/investidor/](http://www.gov.br/investidor/)

[www.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

Este livro foi elaborado com finalidade educacional. Sua redação procura apresentar de forma didática os conceitos relacionados aos temas aqui abordados. Os exemplos utilizados e a menção a serviços ou produtos financeiros não significam recomendação de qualquer tipo de investimento.

As normas citadas neste livro estão sujeitas a mudanças. Recomenda-se que o leitor procure sempre as versões mais atualizadas.

As opiniões, conceitos e conclusões existentes nesta publicação e de seus colaboradores não refletem, necessariamente, o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários ou de quaisquer das instituições integrantes do Comitê Consultivo de Educação.

## Realização:

---

COMITÊ  
CONSULTIVO  
DE EDUCAÇÃO



*abrasca* The logo for abrasca (Associação Brasileira das Relações com Investidores) consists of the word "brasilia" in a blue, lowercase, sans-serif font, followed by a small graphic element consisting of several small circles arranged in a grid pattern.

*ab* cripto\*

*abvcap* The logo for abvcap (Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital) consists of the word "abvcap" in a lowercase, sans-serif font, with "ab" in blue and "vcap" in green. To the right is a graphic element consisting of four colored squares (blue, green, yellow, red) arranged in a 2x2 grid.

**ANBIMA**

**Ancord**  
INOVANDO PARA FORTALECER O MERCADO

**apimec**  
BRASIL

[B]<sup>3</sup>

**ibgc** instituto brasileiro de  
governança corporativa

**ibri**  
Instituto Brasileiro de  
Relações com Investidores

**PLANEJAR**  
Associação Brasileira  
de Planejamento Financeiro

## MENSAGEM DO PRESIDENTE

---

O lançamento desta 5<sup>a</sup> edição do livro TOP “Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro”, elaborado pelo Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários, traz importantes atualizações sobre o mercado brasileiro, que passou por profundas transformações entre os anos de 2019 e 2024. Saímos de pouco mais de 1,4 milhão de investidores na bolsa, para mais de 5 milhões, atingindo cerca de 560 bilhões de reais em valor de mercado de suas carteiras. Grande parte dos novos entrantes são pequenos investidores, com uma carteira média de R\$ 2,1 mil. E praticamente todos os segmentos seguiram essa tendência de crescimento, como o mercado de fundos, FIAGRO, FIIs, debêntures entre outros.

Para fazer frente a esse dinamismo, a CVM também promoveu profundas alterações em suas normas, revisando praticamente todas as suas antigas instruções, e transformando em resoluções mais adaptadas ao dinamismo e ao tamanho desse mercado de capitais tão transformado em 5 anos. Este livro contempla essa evolução e atualização regulatória.

O objetivo da CVM é contribuir para a formação de uma cultura de investimento e de formação de poupança no mercado de capitais, visando o bem-estar financeiro do brasileiro, aliado ao desenvolvimento da economia nacional. O mercado de capitais fornece importantes meios de financiamento para o setor produtivo e é fundamental para o crescimento sustentável do país.

A proposta deste livro é servir como material de referência para cursos universitários voltados ao mercado de capitais. Dada a profundidade dos temas, as universidades podem adaptar o conteúdo em um ou vários cursos, dando a profundidade que julgar necessária em cada tópico.

Este livro também é a referência para o Programa TOP, curso promovido pelo Comitê Consultivo, que trata dos temas abordados nos diferentes capítulos e tem aulas ministradas por profissionais de mercado. O programa está em sua 26<sup>a</sup> edição (2023-2024), e já atendeu centenas de professores universitários, capacitando-os a difundir os conhecimentos e conteúdos propostos no livro TOP.

O livro cobre matérias relacionadas ao mercado de capitais, como o Sistema Financeiro Nacional, os tipos de valores mobiliários, e as regras e normas aplicáveis aos participantes do mercado, entre outros pontos.

Esta publicação faz parte do conjunto de iniciativas da CVM na área de educação financeira, como a participação em eventos nacionais e internacionais (Semana ENEF, Global Money Week e World Investor Week), conteúdos no blog Penso, Logo Invisto, vídeos, cadernos e cartilhas tratando de temas relevantes entre outros pontos.

Fazem parte do Comitê Consultivo de Educação da CVM, além da CVM, a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), a Associação Brasileira de Criptoeconomia (ABCRIPTO), a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD), a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC Nacional), a B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) e PLANEJAR – Associação Brasileira de Planejamento Financeiro.

O lançamento desta quinta edição revisada do livro TOP Mercado de Valores Mobiliários Brasileiros demonstra a qualidade do esforço combinado de tantas instituições que, cada uma com sua visão e expertise, se dedicam ao compromisso de fortalecer o mercado de capitais brasileiro e promover a educação financeira junto aos investidores e à população em geral.

Assim como as demais obras da série Top, esta edição revisada está disponível de forma gratuita, nos termos da licença Creative Commons, sendo, portanto, autorizada sua livre impressão, reprodução e utilização, desde que sem caráter comercial, a fim de ampliar o seu alcance.

Mãos à obra!



**João Pedro Nascimento**

Presidente da CVM

## INTRODUÇÃO

---

A ideia da presente publicação foi amadurecida ao longo de sucessivas edições do Programa de Treinamento de Professores (Programa TOP), que é oferecido pelo Comitê Consultivo de Educação da CVM, como referido na Apresentação. Este programa começou em 2006 quando o Comitê foi instituído e, logo em sua primeira reunião, decidiu realizar um curso de atualização para professores universitários em temas relacionados ao mercado de capitais, tendo sido realizada a primeira edição em julho daquele ano. Ao longo dos anos, foram introduzidos ajustes nos conteúdos disseminados, o que levou, finalmente, à consolidação de um conjunto de temas que forma, atualmente, sua estrutura básica.

O desenvolvimento do livro “Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro” segue a estrutura atual do Programa TOP, apresentando conteúdos que abordam, observando o encadeamento lógico da iniciativa, os principais conceitos e informações sobre a estrutura e o funcionamento desse importante Mercado do Sistema Financeiro Nacional.

Evidentemente, o objetivo de apresentar uma visão abrangente de um vasto setor da vida nacional forçosamente em um único livro requer algumas escolhas, não apenas dos temas, mas principalmente do grau de aprofundamento em que cada tópico será explorado. Nesse sentido, os conteúdos de cada capítulo poderão ser estudados de forma mais detalhada com o apoio de outras publicações e materiais especializados. Materiais complementares estão previstos para o futuro, de forma que esta publicação, sem perder seu caráter introdutório, progressivamente incorpore novos assuntos e evolua acompanhando o desenvolvimento do mercado de capitais e os desdobramentos do próprio Programa TOP.

O livro, por essa razão, está estruturado em doze capítulos que dialogam com o conteúdo do Programa TOP. Na quinta edição, a estrutura de 12 capítulos, já inaugurada na quarta edição, permanece, porém, de 2020 para cá, houve mudanças muito relevantes nos normativos da CVM e, consequentemente, na própria estrutura do mercado, com diferenças substanciais em ofertas públicas, obrigações de companhias abertas e fundos de investimento. Esta edição endereça essas questões fundamentais.

No capítulo inicial é apresentada uma visão mais ampla da intermediação financeira e do papel dos mercados financeiros, seguida da estrutura do Sistema Financeiro Nacional. São realizadas breves referências a essas instituições, antecedendo uma

exposição mais detalhada da Comissão de Valores Mobiliários. Essa introdução é complementada pelo capítulo seguinte, em que são tratados os valores mobiliários segundo a Lei nº 6.385/76, diploma legal que instituiu a CVM e disciplinou esse mercado, sendo também apresentadas informações sobre outros tipos de investimento.

O Capítulo 3 é dedicado aos fundos de investimento, apresentando os principais conceitos e características para, em seguida, detalhar as diferentes classes de fundos. Algumas informações de interesse do investidor, apesar de não serem matérias de competência da CVM, foram incluídas pela sua evidente utilidade, como orientações sobre assuntos tributários.

Os quatro capítulos seguintes exploram, em bloco, com bastante afinidade temática, uma introdução às companhias abertas, seguida de um detalhamento de temas específicos relacionados.

O Capítulo 4 trata das sociedades por ações que tenham valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação em mercado. Para abordar tema tão amplo, que poderia abranger diversos volumes de um livro, foram feitas algumas escolhas, de modo a apresentar as principais estruturas e conceitos. Priorizou-se, assim, uma abordagem dos direitos dos acionistas, da disciplina da divulgação de informações, da administração da companhia, das assembleias e, além disso, uma breve nota sobre governança corporativa.

Como mencionado, os três capítulos seguintes tratam de temas bastante relacionados, ainda que não exclusivamente, à vida das companhias abertas. Os Capítulos 5 e 6 tratam de governança corporativa e das relações com investidores, enquanto o Capítulo 7 explora as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, tratando inclusive da abertura de capital, e as ofertas destinadas à aquisição de ações (OPA), detalhando as principais hipóteses de ocorrência.

Os mercados de bolsa e de balcão organizados são apresentados no capítulo 8, enquanto o 9 trata, do funcionamento do mercado, em que são detalhados os participantes e os próprios sistemas e instrumentos que permitem a negociação de valores mobiliários no mercado. O Capítulo 10 aborda os mercados derivativos, de extrema importância atual pelo papel que desempenham na administração de riscos dos participantes e para desenvolvimento de estratégias mais sofisticadas de investimento, e o Capítulo 11 discorre, de forma sucinta, sobre técnicas de análise de investimentos, apresentando uma introdução aos principais modelos utilizados, oferecendo um guia

que pode ser útil para orientar o aprofundamento da temática em publicações especializadas.

E, finalmente, incluído na quarta edição do livro, e encerrando a obra, o capítulo 12, que aborda o tema do Planejamento Financeiro Pessoal, importante processo de formulação de estratégias para auxiliar as pessoas a gerenciar suas finanças para atingir os objetivos de vida, no curto, médio e longo prazo. Além do conceito de Planejamento Financeiro, o capítulo apresenta também seus benefícios, o papel do planejador financeiro, o processo de seis passos de um Planejamento Financeiro recomendado aos profissionais com a Certificação CFP® (Certified Financial Planner) e a elaboração de um Planejamento Financeiro como ferramenta para alcançar os objetivos definidos.

Pela própria dinâmica do mercado de capitais, o desafio do Comitê Consultivo de Educação da CVM é manter o livro atualizado e, para alcançar este objetivo, contamos com a participação dos leitores para o envio de comentários e sugestões, que poderão ser encaminhados através do e-mail [geif@cvm.gov.br](mailto:geif@cvm.gov.br).

Esperamos que o livro possa colaborar com as discussões e os estudos sobre o mercado de capitais entre professores universitários e alunos, bem como contribuir para disseminar o conhecimento sobre o Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro para o público em geral.

# SUMÁRIO

<b>1. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL</b>	<b>25</b>
<b>1.1. Mercado Financeiro</b>	<b>26</b>
1.1.1. Intermediação Financeira e Mercados Financeiros	26
1.1.2. O Mercado de Capitais	31
1.1.3. Estrutura do Sistema Financeiro Nacional	34
<b>1.2 Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional</b>	<b>51</b>
<b>1.3. Comissão de Valores Mobiliários</b>	<b>55</b>
1.3.1. História do mercado de capitais	55
1.3.2. Estrutura	58
1.3.3. As principais atribuições e competências da CVM	58
1.3.4. A ação fiscalizadora e os poderes da CVM	60
1.3.5. Direito de ampla defesa	60
1.3.6. Normatização e Audiência Pública	61
1.3.7. Regulação x Autorregulação	61
1.3.8. Participação em organismos internacionais	64
<b>2. VALORES MOBILIÁRIOS</b>	<b>67</b>
<b>2.1. Títulos Emitidos por Companhias</b>	<b>70</b>
2.1.1. Ações	70
2.1.2. Debêntures	73
2.1.3. Bônus de Subscrição	77
2.1.4. Notas Promissórias e Notas Comerciais Escriturais	78
<b>2.2. Fundos de Investimento</b>	<b>79</b>
<b>2.3. Clubes de Investimento</b>	<b>80</b>
<b>2.4. Brazilian Depositary Receipts</b>	<b>82</b>
<b>2.5. Certificado de Recebíveis</b>	<b>86</b>

<b>2.6. Certificados de Potencial Adicional de Construção</b>	<b>87</b>
<b>2.7. Contratos de Investimento Coletivos</b>	<b>89</b>
2.7.1. Crowdfunding de investimento	89
<b>2.8. Outros Investimentos</b>	<b>91</b>
2.8.1. Caderneta de Poupança	91
2.8.2. CDB	92
2.8.3. Letra de Crédito Imobiliário e Letra Hipotecária	92
2.8.4. Letra Financeira	93
2.8.5. Títulos Públícos	94
 <b>3. FUNDOS DE INVESTIMENTO</b>	 <b>95</b>
<b>3.1. Vantagens e Desvantagens</b>	<b>97</b>
<b>3.2. Classes abertas, fechadas e exclusivas</b>	<b>100</b>
<b>3.3 Negociação em Bolsa de Valores</b>	<b>101</b>
<b>3.4. Categorias de Fundos</b>	<b>101</b>
3.4.1. Fundos de Investimento Financeiro	103
3.4.2. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC	109
3.4.3. Fundo de Investimento Imobiliário - FII	111
3.4.4. Fundo de Índices (ETF)	112
3.4.5. Fundo de Investimento em Participações (FIP)	114
3.4.6. Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas do Agronegócio (FIAGRO)	114
3.4.7. Outros Fundos de Investimento	115
<b>3.5. Administrador e Gestor</b>	<b>116</b>
<b>3.6. Assembleia de Cotistas</b>	<b>119</b>
<b>3.7. Documentos e Divulgação de Informações</b>	<b>121</b>
3.7.1. Lâmina de Informações Básicas	121
3.7.2. Regulamento	122
3.7.3. Informações Periódicas	124

<b>3.8. Riscos</b>	<b>125</b>
3.8.1. Ferramentas para Gerenciamento do Risco de Liquidez	127
<b>3.9. Limitação da Responsabilidade dos Cotistas e Insolvência da Classe</b>	<b>128</b>
<b>3.10. Custos e Taxas</b>	<b>129</b>
<b>3.11. Tributação</b>	<b>131</b>
<b>4. COMPANHIAS</b>	<b>135</b>
<b>4.1. As Sociedades por Ações</b>	<b>136</b>
<b>4.2. O Acionista e seus direitos</b>	<b>138</b>
4.2.1. Participação nos Resultados	138
4.2.2. Os Lucros e Dividendos	138
4.2.3. Ações Preferenciais e Distribuição de Dividendos	140
4.2.4. O Direito de Preferência para a Subscrição de Ações	142
4.2.5. Bonificações	143
4.2.6. Direito de Voto	144
4.2.7. Direito de Convocar Assembleias	146
4.2.8. O Direito de Requerer o Adiamento de Assembleias	148
<b>4.3. Divulgação de Informações</b>	<b>148</b>
4.3.1. Convergência Internacional de Normas	149
4.3.2. Demonstrações Financeiras	152
4.3.3. Formulário de Referência	152
4.3.4. Informações trimestrais	153
4.3.5. Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)	153
4.3.6. Atos ou fatos relevantes	154
4.3.7. Informações Voluntárias	156
<b>4.4. Governança Corporativa</b>	<b>157</b>
<b>4.5. Assembleias</b>	<b>157</b>
4.5.1. Assembleia Eletrônica	158

<b>4.6. Estrutura de Administração</b>	<b>159</b>
4.6.1 O acionista controlador	159
4.6.2. Conselho Fiscal	161
4.6.3. Conselho de Administração	163
<b>4.7. Reorganizações Societárias</b>	<b>165</b>

## **5. GOVERNANÇA CORPORATIVA** 169

<b>5.1. A Necessidade de Boas Práticas de Governança</b>	<b>170</b>
<b>5.2. Formalização da Governança</b>	<b>172</b>
<b>5.3. Origens do Tema Governança Corporativa</b>	<b>174</b>
<b>5.4. Desenvolvimento da Governança no Brasil</b>	<b>176</b>
<b>5.5. Códigos de Governança no Brasil</b>	<b>178</b>
<b>5.6. A Relação entre Acionistas e Administradores</b>	<b>179</b>
<b>5.7. Princípios de Governança Corporativa</b>	<b>183</b>
5.7.1. Integridade	184
5.7.2. Transparência	184
5.7.3. Equidade	184
5.7.4. Responsabilização (Accountability)	184
5.7.5. Sustentabilidade	185
<b>5.8. O Sistema de Governança Corporativa</b>	<b>185</b>
<b>5.9. O Conselho de Administração</b>	<b>187</b>
5.9.1. Conduta	187
5.9.2. Gestão de Riscos Corporativos	188
5.9.3. Estratégia	189
5.9.4. Gestão de pessoas	190
5.9.5. Estrutura de capital	191
<b>5.10. Governança, stakeholders e sustentabilidade</b>	<b>191</b>

<b>5.11. Sustentabilidade Empresarial</b>	<b>193</b>
<b>5.12. Marcos e Referenciais de Governança</b>	<b>195</b>

## **6. RELAÇÕES COM INVESTIDORES** 199

<b>6.1. A Atividade de Relações com Investidores</b>	<b>201</b>
6.1.1. O papel dentro da companhia	203
6.1.2. Disseminação da cultura de capital aberto	204
6.1.3. O Porta-voz da Companhia	207
6.1.4. Administração de Crises	209
<b>6.2. O Público da Companhia</b>	<b>210</b>
6.2.1. Buy Side	210
6.2.2. Sell Side	211
6.2.3. Investidores Institucionais	212
6.2.4. Investidores Pessoas Físicas	213
6.2.5. Relacionamento Internacional	214
<b>6.3. A Estratégia de Comunicação</b>	<b>216</b>
6.3.1. Reuniões Públicas	217
6.3.2. Reuniões Individuais	220
6.3.3. Teleconferências	221
6.3.4. A Internet como ferramenta de divulgação	222
<b>6.4. Os Princípios Éticos</b>	<b>223</b>
6.4.1. Transparência	224
6.4.2. Equidade	224
6.4.3. Franqueza e Independência	224
6.4.4. Integridade e Responsabilidade	225

<b>7.1. Motivação e Objetivos</b>	<b>229</b>
7.1.1. Acesso a Capital	229
7.1.2. Liquidez Patrimonial	232
7.1.3. Imagem Institucional	233
7.1.4. Reestruturação de passivos	234
7.1.5. Barateamento do Crédito, Inovação e Risco	234
<b>7.2. A Caracterização da Oferta Pública</b>	<b>235</b>
<b>7.3. Tipos de Oferta</b>	<b>239</b>
7.3.1. Oferta Primária e Oferta Secundária	239
7.3.2. Oferta Inicial e Oferta Subsequente	240
<b>7.4. Prospecto</b>	<b>240</b>
7.4.1. Lâmina da oferta	242
<b>7.5. Modelos de Precificação</b>	<b>243</b>
<b>7.6. Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)</b>	<b>244</b>
7.6.1. OPA para Aquisição de Controle	245
7.6.2. OPA Concorrente	246
7.6.3. OPA para Cancelamento de Registro	246
7.6.4. OPA por Aumento de Participação	249
7.6.5. OPA por Alienação de Controle ( <i>Tag Along</i> )	250

<b>8.1. A B3</b>	<b>258</b>
8.1.1 Histórico	258
8.1.2. Situação atual	262
<b>8.2. Ativos negociados e registrados</b>	<b>264</b>

8.2.1. Formas de negociação	265
8.2.2. Câmbio	268
8.2.3. Renda Fixa	269
<b>8.3. Funcionamento da Bolsa de Valores</b>	<b>270</b>
8.3.1. As etapas da negociação	270
8.3.2. Compensação e Liquidação	271
<b>8.4. Central Depositária</b>	<b>273</b>
<b>8.5. Segmentos de listagem</b>	<b>275</b>
8.5.1. Novo Mercado	275
8.5.2. Níveis 1 e 2	277
8.5.3. Bovespa Mais	278
8.5.4. Bovespa Mais Nível 2	279
8.5.5. Comparativo dos Segmentos de Listagem	279
<b>8.6. Os Índices</b>	<b>281</b>
8.6.1. O Ibovespa	283

## **9. FUNCIONAMENTO DO MERCADO** 287

<b>9.1. Participantes do Mercado</b>	<b>288</b>
9.1.1. Corretoras e Distribuidoras	288
9.1.2. Assessores de Investimento	289
9.1.3. Administrador de Carteira	290
9.1.4. Analista de Valores Mobiliários	291
9.1.5. Consultor de Valores Mobiliários	293
<b>9.2. Sistemas para Negociação</b>	<b>294</b>
9.2.1. Home Broker	294
9.2.2. Mesa de Operações	295
9.2.3. Registro das Operações	296
<b>9.3. Tipos de Ordens</b>	<b>296</b>

<b>9.4. Pregão</b>	<b>298</b>
<b>9.5. Túneis de negociação e limites de oscilação</b>	<b>299</b>
<b>9.6. Interrupção de Negociações (<i>Circuit Breaker</i>)</b>	<b>300</b>
<b>9.7. Formador de Mercado e Retail Liquidity Provider (RLP)</b>	<b>301</b>
<b>9.8. Taxas e Custo das Operações</b>	<b>303</b>
<b>9.9. Avisos e Comunicação com o Investidor</b>	<b>304</b>
<b>9.10. Empréstimo de Ativos</b>	<b>305</b>
<b>9.11. Processo de Recompra de Ativos</b>	<b>307</b>
<b>9.12. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos</b>	<b>308</b>
<b>9.13. Investidor não Residente</b>	<b>310</b>
 <b>10. MERCADOS DE DERIVATIVOS</b>	 <b>311</b>
<b>10.1. Conceitos Básicos</b>	<b>312</b>
<b>10.2. Finalidades</b>	<b>312</b>
10.2.1. Hedge	313
10.2.2. Arbitragem	313
10.2.3 Especulação	314
<b>10.3. Tipos de Mercados de Derivativos</b>	<b>315</b>
10.3.1. Mercado a termo	315
10.3.2. Mercado futuro	315
10.3.3. Mercado de opções	316
10.3.4. Mercado de swap	316
<b>10.4. Derivativos não Padronizados e Padronizados</b>	<b>316</b>
<b>10.5. Classificação dos Derivativos</b>	<b>319</b>
<b>10.6. Funcionamento do Mercado</b>	<b>319</b>
10.6.1. Abertura de Posição	319

10.6.2. Liquidação de Operações	321
<b>10.7. Benefícios na Utilização de Derivativos</b>	<b>322</b>
<b>10.8. Mercado a termo</b>	<b>324</b>
<b>10.9. Mercado futuro</b>	<b>330</b>
10.9.1. Ajuste Diário	332
10.9.2. Liquidação por Inadimplência	333
10.9.3. Margem de Garantia	334
10.9.4. O Papel das Câmaras de Compensação	336
<b>10.10. Mercado de opções</b>	<b>337</b>
10.10.1. Tipos de Opções	338
10.10.2. Classificações	338
10.10.3. Titulares e Lançadores	339
<b>10.11. Swap</b>	<b>343</b>
10.11.1. Tipos De Swap	346
<b>10.12. Comparativo entre os Mercados de Derivativos</b>	<b>348</b>
<b>11. ANÁLISE DE INVESTIMENTOS</b>	<b>349</b>
<b>11.1. Análise Fundamentalista de Investimentos</b>	<b>352</b>
11.1.1. Objetivos da Análise Fundamentalista	353
11.1.2. Principais Conceitos de Valor	355
11.1.3. Métodos de Análise Fundamentalista	355
11.1.4. Análise de Informações Contábeis	357
11.1.5. Modelos de Projeção de Valor Potencial	362
11.1.6. Os Desafios da sustentabilidade	364
<b>11.2. Análise Técnica</b>	<b>366</b>
11.2.1. Teoria de Dow	366
11.2.2. Teoria de Elliot	368
11.2.3. Tipos de Gráficos	369

11.2.4. Figuras	370
11.2.5. Indicadores Técnicos	371
<b>11.3. Integração ESG à Análise</b>	<b>371</b>
<b>12. PLANEJAMENTO FINANCEIRO</b>	<b>379</b>
<b>12.1. Planejamento Financeiro</b>	<b>380</b>
12.1.1. O Processo de Planejamento Financeiro	380
12.1.2. Os Benefícios do Planejamento Financeiro	382
<b>12.2. Gestão Financeira</b>	<b>382</b>
12.2.1. Coleta de Informações	383
12.2.2. Principais heurísticas e vieses do consumidor	385
12.2.3. Principais heurísticas e vieses do poupadão	387
12.2.4. Análise dos Dados	388
12.2.5. Síntese	389
<b>12.3. Planejamento Financeiro com ênfase em Investimentos</b>	<b>389</b>
12.3.1. Coleta de informações	390
12.3.1.1. Objetivos de vida	392
12.3.1.2. Ciclo de vida	392
12.3.1.3. Suitability	394
12.3.2. Análise dos Dados	395
12.3.2.1. Tipos de risco	396
12.3.3. Síntese	397
12.3.4. Heurísticas e Vieses Comportamentais do Investidor	397
<b>12.4. O Planejador Financeiro Certificado</b>	<b>399</b>
12.4.3. Habilidades Profissionais do Planejador Financeiro	402
12.4.4. Conjunto de Conhecimentos do Planejador Financeiro	404
<b>12.5. Conclusão</b>	<b>404</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>406</b>

---

# **1** SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

---

# 1. Sistema Financeiro Nacional

## 1.1. Mercado Financeiro

---

### 1.1.1. Intermediação Financeira e Mercados Financeiros

O sistema financeiro é parte integrante e importante de qualquer sociedade econômica moderna. Portanto, antes de tratar especificamente do sistema financeiro, é fundamental introduzir algumas noções básicas sobre o funcionamento da economia, para que se compreenda melhor as funções e o funcionamento dos mercados.

A ciência econômica, pode-se dizer, preocupa-se com o estudo da alocação de recursos da economia. Esse assunto torna-se relevante uma vez que os indivíduos têm necessidades e desejos ilimitados, enquanto os recursos disponíveis para atendê-los são escassos. De fato, se pensarmos nas economias modernas, os desejos de consumo das famílias estão em geral acima de sua capacidade econômica. Quando pensamos em países, é fácil perceber essa noção de escassez dos recursos. Afinal, o número de pessoas disponíveis para trabalhar e os recursos naturais, financeiros e tecnológicos existentes são limitados.

O importante aqui é compreender que as decisões dos agentes (famílias, empresas e governo) que compõem esse sistema econômico moderno, embora sejam individuais, estão interligadas e impactam o todo. De um lado, as famílias oferecem os insumos necessários para a produção das empresas, como o trabalho, o capital e os imóveis, em troca dos rendimentos do salário, juros, lucros e aluguéis, o que em conjunto formam a renda dessas famílias. Com essa renda, as famílias adquirem os produtos e serviços ofertados pelas empresas. O governo, por sua vez, recolhe impostos e taxas dessas famílias e empresas, e devolve para a sociedade em forma de projetos sociais ou serviços básicos não ofertados pelas empresas.

Esse fluxo está representado na figura 1.

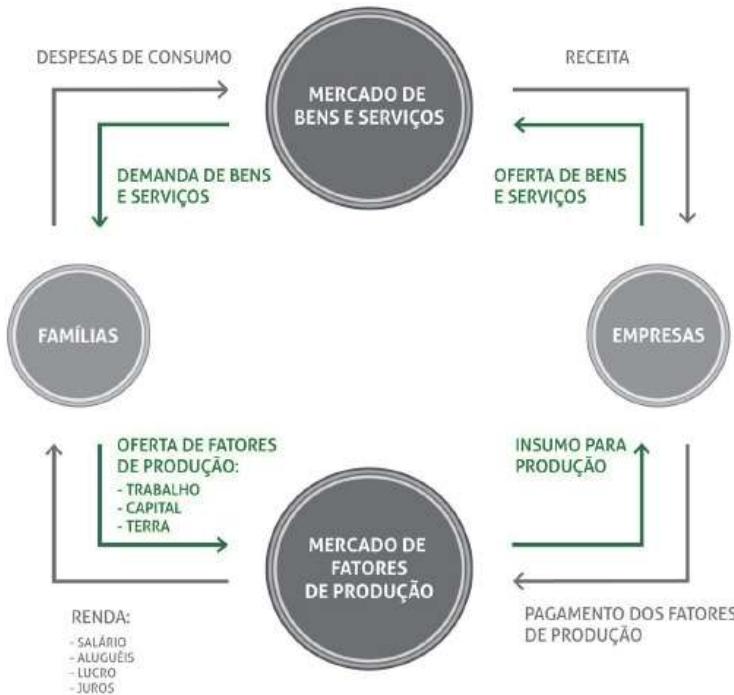


Figura 1

Entre essas decisões econômicas, uma é de especial importância para a compreensão do sistema financeiro e diz respeito ao consumo, poupança e investimento. Determinada família pode decidir consumir apenas parte de sua renda atual, e poupar a outra parte, seja para a sua segurança financeira, para a aposentadoria ou para a compra futura de bens, formando, assim, poupança. Por outro lado, pode haver famílias que decidam consumir mais do que sua renda em determinado momento, seja para adquirir itens de valor mais expressivo, como carro e imóveis, ou motivadas por situações inesperadas. O fato é que, para isso, essas famílias precisam de recursos adicionais. Empresas, para realizar sua produção, precisam investir em máquinas e equipamentos, treinamentos e novas tecnologias. Para isso, precisam de dinheiro, que pode vir, por exemplo, da poupança das famílias. O governo, por sua vez, pode, em determinado momento, ter gastos maiores que as suas despesas, tomando recursos no mercado, e em outros momentos, gastar menos e contribuir para a formação de poupança.

Quando os agentes econômicos formam poupança, ou seja, consomem menos do que ganham, são chamados de agentes superavitários. Quando, por outro lado, consomem mais que sua renda e precisam recorrer à poupança de terceiros, são conhecidos como agentes deficitários.

No entanto, para que um agente deficitário possa utilizar os recursos disponíveis dos agentes superavitários, é preciso que o fluxo de recursos entre eles seja viabilizado. Isso porque, na maioria dos casos, as necessidades de poupança e empréstimo diferem entre os agentes, como por exemplo, valor e prazo. Uma família pode querer investir R\$10.000,00 por um ano, enquanto outra precise de R\$ 5.000,00 de empréstimo por seis meses, ou uma empresa demande R\$ 1.000.000,00 para pagar em cinco anos. Se cada poupador tivesse que encontrar um tomador de recursos com as mesmas necessidades de volume e prazo, para a realização de um empréstimo, seria muito difícil a efetivação dos negócios.

Foi para suprir essa demanda do mercado que surgiram e desenvolveram-se instituições especializadas em intermediar essas operações. Inicialmente, sua função básica era pegar emprestado daqueles que pouparam, pagando uma remuneração representada pelos juros, e emprestar para os demais, naturalmente a uma taxa mais alta, ganhando com a diferença. Essas instituições concentram a poupança e a distribuem aos tomadores de recursos, atendendo, ao mesmo tempo, as necessidades de volume financeiro e prazo de cada um. Com o passar do tempo, essas instituições foram se especializando e oferecendo outros serviços, como veremos adiante. Da mesma forma desenvolveram-se novos instrumentos, sistemas e produtos para organizar, controlar e desenvolver esse mercado. Chamamos este sistema, como um todo, de Sistema Financeiro.

Sistema Financeiro: conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia.

Assim, podemos conceituar o Sistema Financeiro como o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia. Não é difícil perceber a importância desse sistema para o adequado funcionamento e crescimento econômico de uma nação. Se, por exemplo, determinada empresa, que necessita de recursos para a realização de investimentos para a produção, não conseguir captá-los de forma eficiente, provavelmente ela não realizará o investimento, deixando de empregar e gerar renda. Com o papel desempenhado pelas instituições financeiras, esse problema se reduz.

É importante compreender, porém, que o modelo tradicional de intermediação financeira não foi capaz de suprir todas as demandas existentes no mercado. Esse

processo foi sendo aprimorado ao longo da história. Desenvolveram-se novos ativos financeiros e características operacionais específicas para cada tipo de demanda. Essas características podem diferir em razão do prazo, tipo de instrumento utilizado para formalizar a operação, assunção de riscos, entre outros aspectos que delimitam o que se convencionou chamar de mercados financeiros.

Atualmente, essa diferente classificação ajuda a compreender um pouco mais cada um desses mercados, suas peculiaridades, riscos e vantagens. De forma geral, como se pode observar na figura 2, o mercado financeiro segmentou-se em quatro grandes mercados<sup>1</sup>: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de câmbio e mercado de capitais.



Figura 2

O foco de discussão principal deste livro é o mercado de capitais e abordará, em cada um dos capítulos, diferentes assuntos relacionados. A seguir, abordaremos apenas de forma resumida os mercados monetário, de câmbio e de crédito. Em seguida será feita uma apresentação do mercado de capitais.

---

<sup>1</sup> No âmbito do Sistema Financeiro Nacional, há ainda os segmentos de seguros privados (seguros privados, capitalização e previdência complementar aberta) e a previdência fechada (fundos de pensão).

### *Mercado monetário*

As transferências de recursos a curtíssimo prazo, em geral com prazo de um dia, como aquelas realizadas entre as próprias instituições financeiras ou entre elas e o Banco Central, são realizadas no chamado mercado monetário. Trata-se de um mercado utilizado basicamente para controle da liquidez da economia, no qual o Banco Central intervém para condução da Política Monetária. Resumidamente, se o volume de dinheiro estiver maior do que o desejado pela política governamental, o Banco Central intervém vendendo títulos e retirando moeda do mercado, reduzindo, assim, liquidez da economia. Ao contrário, caso observe que a quantidade de recursos está inferior à desejada, o Banco Central intervém comprando títulos e injetando moeda no mercado, restaurando a liquidez desejada.

### *Mercado de câmbio*

É o mercado em que são negociadas as trocas de moedas estrangeiras por moeda nacional. Participam desse mercado todos os agentes econômicos que realizam transações com o exterior, ou seja, têm recebimentos ou pagamentos a realizar em moeda estrangeira. Esse mercado é regulado e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil, que dele também participa para execução de sua Política Cambial.

### *Mercado de crédito*

É o segmento do mercado financeiro em que as instituições financeiras captam recursos dos agentes superavitários e os emprestam às famílias ou empresas, sendo remuneradas pela diferença entre seu custo de captação e o que cobram dos tomadores. Essa diferença é conhecida como *spread*. Assim, as instituições financeiras nesse mercado têm como atividade principal a intermediação financeira propriamente dita.

Em geral, são operações de curto e médio prazo, destinadas ao consumo ou capital de giro das empresas. As operações são usualmente formalizadas por contratos, como, por exemplo, cheque especial, conta garantida e crédito direto ao consumidor, e as instituições financeiras assumem o risco de crédito da operação. São exemplos de instituições participantes desse mercado os bancos comerciais e as sociedades de crédito, financiamento e investimento, conhecidas como financeiras. O Banco Central do Brasil é o principal órgão responsável pelo controle, normatização e fiscalização deste mercado.

O mercado de crédito é fundamental para o bom funcionamento da economia, na medida em que as instituições financeiras assumem dois papéis decisivos. De um lado, atuam como centralizadoras de riscos, reduzindo a exposição dos aplicadores a perdas e otimizando as análises de crédito. De outro, elas funcionam como um elo entre milhões de agentes com expectativas muito distintas em relação a prazos e volumes de recursos. Quando o sistema inexiste ou existe de forma ineficiente, muitas das necessidades de aplicações e empréstimos de recursos ficariam represadas, ou seja, não circulariam no mercado, o que inevitavelmente causaria uma freada brusca na economia.

Entretanto, em alguns casos, o mercado de crédito é insuficiente para suprir as necessidades de financiamento dos agentes. Isso pode ocorrer, por exemplo, quando determinada empresa necessita de um volume de recursos muito superior ao que uma instituição poderia, sozinha, emprestar. Além disso, pode acontecer de os custos dos empréstimos no mercado de crédito, em virtude dos riscos assumidos pelas instituições nas operações, serem demasiadamente altos, de forma a inviabilizar os investimentos pretendidos. Isso ocorre, em geral, nos investimentos produtivos de duração mais longa, de valores mais altos e, que, portanto, envolvem riscos maiores. Porém, esse tipo de investimento é fundamental para o crescimento econômico. Desenvolveu-se, assim o Mercado de Capitais, ou Mercado de Valores Mobiliários.

### 1.1.2. O Mercado de Capitais

O que se pretende quando se estuda o mercado financeiro é compreender as principais características das operações nele realizadas. São assuntos de interesse, entre outros, conhecer os agentes econômicos envolvidos nas operações, os intermediários, os ativos e produtos financeiros que estão sendo negociados, os meios utilizados para a captação dos recursos, a finalidade da aplicação desses recursos, o prazo da operação, a formalização, entre outros aspectos.

O estudo dessas características é que permite que os mercados financeiros sejam classificados em diferentes segmentos, embora possa haver diferentes classificações, dependendo da natureza do que se está estudando. É possível, por exemplo, classificar os mercados financeiros quanto ao prazo da operação, quanto aos ativos e produtos financeiros utilizados ou quanto à finalidade da aplicação.

Daí surgem os desafios dessa classificação. O mercado monetário e o mercado de câmbio são muito bem delimitados e dificilmente geram alguma confusão. Porém, dependendo das características consideradas, pode haver dúvida em relação ao mercado de crédito e o mercado de capitais. Por exemplo: se determinada empresa contrata um empréstimo em uma instituição financeira, para pagamento em longo prazo, com o objetivo de instalar uma nova planta industrial, a operação ocorre no mercado de crédito ou de capitais? O que se pretende mostrar é que os conceitos utilizados neste livro consideram essa operação como do mercado de crédito.

Como se pode observar, a característica marcante nesse exemplo não foi o prazo da operação e nem a finalidade do investimento, mas tão somente as características da intermediação financeira propriamente dita, o que envolve o tipo de ativo utilizado, a maneira utilizada para a captação dos recursos, e em alguns casos até mesmo o tipo de intermediário. É sob essa perspectiva que o mercado de capitais será apresentado. Portanto, inicialmente serão apresentadas as principais características desse mercado, destacando exemplos e diferenças, especialmente em relação ao mercado de crédito, para que, ao final, se possa chegar a um conceito que melhor o defina. É o que será feito nos próximos parágrafos.

No mercado de crédito, as instituições financeiras captam recursos dos poupadões e os emprestam aos tomadores, assumindo os riscos da operação. São remuneradas por uma diferença, conhecida como *spread*, entre as taxas de captação e de aplicação desses recursos. No mercado de capitais, por outro lado, os agentes superavitários emprestam seus recursos diretamente aos agentes deficitários. Porém, as operações ocorrem sempre com a intermediação de uma instituição financeira, que atuam principalmente como prestadoras de serviços, estruturando as operações, assessorando na formação de preços, oferecendo liquidez, captando clientes, distribuindo os valores mobiliários no mercado, entre outros. São remuneradas pelo serviço prestado. Os diagramas das figuras 3 e 4 ilustram essas duas formas de atuação das instituições financeiras nos mercados de crédito e de capitais.



Figura 3 – Mercado de Crédito



Figura 4 – Mercado de Capitais

Na relação que se estabelece no mercado de capitais, os investidores, ao emprestarem seus recursos diretamente para as empresas, adquirem títulos, que representam as condições estabelecidas no negócio, chamados de valores mobiliários. Podem ser títulos de dívida, em que se estabelece uma relação de crédito entre as partes tomadora e poupadora, como é o caso das debêntures, ou podem ser títulos patrimoniais, ou de capital, em que os investidores se tornam sócios do negócio, com todos os direitos e deveres inerentes, como é o caso das ações. Os investidores podem adquirir esses valores mobiliários diretamente, ou indiretamente por meio de estruturas de investimento coletivo, como os fundos ou clubes de investimento. Valores mobiliários, fundos de investimento e companhias são assuntos que serão abordados em capítulos específicos deste livro.

As instituições financeiras que atuam como prestadoras de serviços não assumem a responsabilidade pelo cumprimento das obrigações estabelecidas e formalizadas entre os emissores dos títulos e os investidores. Assim, a responsabilidade pelo pagamento dos juros e do principal de uma debênture, por exemplo, é da emissora, e não da instituição financeira que a tenha as-

sessorado ou participado do processo de colocação dos títulos no mercado. São participantes desse mercado, entre outros, os Bancos de Investimento, as Corretoras e Distribuidoras de títulos e Valores Mobiliários, as entidades administradoras de mercado de bolsa e balcão, além de diversos outros prestadores de serviços.

Em síntese, uma empresa que esteja diante da necessidade de novos investimentos possui três possíveis fontes para captação de recursos. A escolha de uma das alternativas é uma decisão financeira e estratégica da empresa, que deverá avaliar os custos e benefícios de cada opção:

- ✓ Utilização de recursos próprios, como os lucros acumulados pela companhia.
- ✓ Contratação de financiamento bancário, através das linhas de crédito tradicionais ou linhas de financiamento governamentais, como o BNDES.
- ✓ Utilização do mercado de capitais, por meio de emissão pública de títulos diretamente aos investidores.

Do ponto de vista dos investidores, o mercado de capitais surge como alternativa às aplicações tradicionais em produtos oferecidos pelos bancos ou pelo governo. É nesse mercado que os poupadore s têm a oportunidade de participar de empreendimentos que consideram interessantes, desde que dispostos a assumir os riscos daí decorrentes. Espera-se, em especial nos títulos patrimoniais, uma rentabilidade superior aos investimentos tradicionais, embora com risco também superior. Isso porque, diferente do mercado de crédito, em que o risco das operações é centralizado nos bancos, no mercado de capitais o risco da operação em que os recursos são aplicados é assumido pelos próprios investidores.

Conceitua-se o mercado de capitais, portanto, como o segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, através da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos.

O mercado de capitais tem uma grande importância no desenvolvimento do país, pois estimula a poupança e o investimento produtivo, o que é essencial para o crescimento de qualquer sociedade econômica moderna.

### 1.1.3. Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

Até o momento, o sistema financeiro foi estudado considerando a sua principal função de alocação de recursos na economia. Nessa parte, será analisado sob outro ângulo, considerando a estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN), em que o estudo se direciona para as instituições que o compõem. O Banco Central do Brasil propõe, conforme tabela a seguir, uma subdivisão do SFN em três níveis: órgãos normativos; supervisores; e operadores.

MERCADO	ÓRGÃOS NORMATIVOS	SUPERVISORES	OPERADORES
MOEDA, CRÉDITO, CAPITAIS E CÂMBIO	CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN)	Banco Central do Brasil (BC) Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Bancos e caixas econômicas Administradoras de consórcios Cooperativas de crédito Corretores e distribuidoras* Instituições de pagamento** Demais instituições não bancárias
			Bolsa de valores Bolsa de mercadorias e futuros
SEGUROS PRIVADOS	CONSELHO NACIONAL DE SEGUROS PRIVADOS (CNSP)	Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)	Seguradoras e Resseguradoras Entidades abertas de previdência Sociedades de capitalização
PREVIDÊNCIA FECHADA	CONSELHO NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (CNPC)	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão).

\* Dependendo de suas atividades corretores e distribuidoras também são fiscalizadas pela CVM.

\*\* As Instituições de Pagamento não compõem o SFN, mas são reguladas e fiscalizadas pelo BCB, conforme diretrizes estabelecidas pelo CMN. Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em 09 de Abril de 2024.

Os órgãos normativos são os responsáveis pela definição das políticas e diretrizes gerais do sistema financeiro, sem funções executivas. São entidades governamentais colegiadas, criadas por lei, com atribuições específicas. Em geral, apoiam-se em estruturas técnicas de apoio para a tomada das decisões, que são regulamentadas e fiscalizadas pelos supervisores. Atualmente, no Brasil, os órgãos normativos do SFN são:

- ✓ **Conselho Monetário Nacional (CMN)** órgão superior do sistema financeiro nacional;
- ✓ **Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)** responsável pelas diretrizes e normas dos segmentos de seguros, capitalização e previdência complementar aberta;

- ✓ Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) para definição das políticas dos fundos de previdência complementar fechados (fundos de pensão).

Os supervisores assumem diversas funções executivas, como a fiscalização das instituições sob sua responsabilidade, assim como funções normativas, com o intuito de regulamentar dispositivos legais ou normas editadas pelos órgãos normativos. As entidades supervisoras do Sistema Financeiro Nacional são:

- ✓ Banco Central do Brasil (BC ou BACEN);
- ✓ Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- ✓ Superintendência de Seguros Privados (SUSEP);
- ✓ Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC);

Os operadores, por outro lado, incluem as demais instituições, públicas ou privadas, envolvidas diretamente, ou como instituições auxiliares, nas atividades de captação, intermediação e aplicação de recursos no sistema financeiro nacional. É comum, didaticamente, subdividi-los em instituições financeiras monetárias, órgãos oficiais, demais instituições financeiras, outros intermediários financeiros, instituições auxiliares e instituições dos segmentos de seguro e previdência.

A seguir serão apresentadas as principais características das principais instituições componentes do sistema financeiro nacional.

## Órgãos Normativos

---

### *Conselho Monetário Nacional (CMN)*

É o órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional. Foi criado pela Lei 4595/64, conhecida como a Lei da Reforma Bancária, em substituição à extinta Superintendência da Moeda e do crédito, em uma década em que o sistema financeiro passou por profundas mudanças estruturais e regulamentares.

O CMN foi criado com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito, para promover o progresso econômico e social do país e a estabilidade da moeda. A política do CMN tem como principais objetivos (de acordo com as revogações implementadas pela Lei Complementar nº 179, de 2021):

- ✓ Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;
- ✓ Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;
- ✓ Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;
- ✓ Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.;

Atualmente (*salvo quando disposto em contrário, atualmente neste livro significa a data da última revisão, abril de 2024*), o CMN é composto por três membros: Ministro de Estado da Fazenda (presidente do Conselho), Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento, e Presidente do Banco Central do Brasil.

Em conjunto com o CMN funciona a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (Comoc), que tem como atribuições o assessoramento técnico na formulação da política da moeda e do crédito do País. As matérias aprovadas são regulamentadas por meio de Resoluções, normativos de caráter público, sempre divulgadas no Diário Oficial da União e na página de normativos do Banco Central do Brasil. Também funcionam junto ao CMN diversas comissões consultivas que representam os principais setores do mercado.

### *Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)*

É o órgão normativo do setor de seguros do país. Inicialmente, sua principal função era determinar as normas gerais da política governamental para os segmentos de seguros privados e capitalização. Posteriormente, o CNSP recebeu também atribuições relacionadas à previdência privada aberta.

O CNSP é atualmente presidido pelo Ministro de Estado da Fazenda (ou seu representante), que é substituído em sua ausência pelo Superintendente da SUSEP, e também conta com a participação de representantes do Ministério da Justiça, do Ministério da Previdência e do Banco Central do Brasil (a CVM deixou de fazer parte por força da Lei nº 14.711, de 2023).

O CNSP desempenha, entre outras, as seguintes atribuições:

- ✓ Fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados;
- ✓ Regular a constituição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades subordinadas ao Sistema Nacional de Seguros Privados, bem como a aplicação das penalidades previstas;
- ✓ Fixar as características gerais dos contratos de seguros, previdência privada aberta e capitalização;
- ✓ Estabelecer as diretrizes gerais das operações de resseguro;
- ✓ Prescrever os critérios de constituição das Sociedades Seguradoras, de Previdência Privada Aberta e de Capitalização, com fixação dos limites legais e técnicos das respectivas operações;
- ✓ Disciplinar a corretagem do mercado e a profissão de corretor.

### *Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)*

O CNPC tem a função de regular o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão).

O CNPC é composto pelo Ministro de Estado da Previdência Social, que o presidirá, e por um representante de cada um dos seguintes indicados, todos com direito a voto:

I - Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Previc; II - Secretaria de Políticas de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social; III - Casa Civil da Presidência da República; IV - Ministério da Fazenda; V - Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão; VI - entidades fechadas de previdência complementar; VII - patrocinadores e instituidores de planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar; e VIII - participantes e assistidos de planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar.

Na qualidade de Presidente do CNPC, o Ministro de Estado da Previdência Social terá como suplente, pela ordem, o Secretário-Executivo do Ministério, o Secretário de Políticas de Previdência Complementar e um dos demais dirigentes da respectiva Secretaria expressamente designado pelo Ministro.

## **Supervisores**

---

### *Banco Central do Brasil (BC)*

O Banco Central do Brasil foi criado em 1964 com a promulgação da Lei da Reforma Bancária (Lei nº 4.595 de 31.12.64), mesma Lei que instituiu o Conselho Monetário Nacional.

É uma autarquia federal que tem como principal missão institucional assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda nacional e um sistema financeiro sólido e eficiente.

Entre as competências do BC destacam-se:

- ✓ Assegurar a estabilidade de preços é seu objetivo fundamental (LC 179/2021);
- ✓ Além de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.
- ✓ Conduzir a política monetária para cumprimento das metas estabelecidas pelo CMN;
- ✓ Exercer o controle de créditos;
- ✓ Controlar as operações de crédito das instituições que compõem o Sistema Financeiro Nacional;

- ✓ Formular, executar e acompanhar a política cambial e de relações financeiras com o exterior;
- ✓ Fiscalizar as instituições financeiras e as clearings (câmaras de compensação);
- ✓ Emitir papel-moeda (a partir da Constituição de 1988, a emissão de moeda ficou a cargo exclusivo do BC);
- ✓ Executar os serviços do meio circulante para atender à demanda de dinheiro necessária às atividades econômicas;
- ✓ Manter sob controle a expansão da moeda e do crédito e a taxa de juros;
- ✓ Operar no mercado aberto, de recolhimento compulsório e de redesconto;
- ✓ Executar o sistema de metas para a inflação;
- ✓ Divulgar as decisões do Conselho Monetário Nacional;
- ✓ Manter ativos de ouro e de moedas estrangeiras para atuação nos mercados de câmbio;
- ✓ Administrar as reservas internacionais brasileiras;
- ✓ Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras nacionais;
- ✓ Conceder autorização para o funcionamento das instituições financeiras.

O presidente do BC e os seus diretores são nomeados pelo Presidente da República após a aprovação prévia do Senado Federal, que é feita por uma arguição pública e posterior votação secreta.

Sua sede é em Brasília e possui representações regionais em Belém, Belo Horizonte, Curitiba, Fortaleza, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador e São Paulo.

### *Comissão de Valores Mobiliários (CVM)*

A CVM foi criada em 07 de dezembro de 1976 pela Lei 6.385, com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. Considerando que o objeto de estudo deste livro é o mercado de capitais e que a CVM é a autarquia federal por ele responsável, mais a frente há uma seção específica para tratar do assunto.

### *Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)*

A Susep foi criada em 1966 pelo Decreto-Lei 73/66, que também instituiu o Sistema Nacional de Seguros Privados. É uma autarquia federal responsável pelo controle e fiscalização dos mercados de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro. É uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, administrada por um Conselho Diretor, composto pelo Superintendente e por quatro Diretores.

Suas principais atribuições são:

- ✓ Promover o desenvolvimento e concorrência dos mercados de seguro, resseguro, capitalização e previdência complementar aberta;
- ✓ Promover a estabilidade dos mercados sob sua jurisdição, assegurando sua expansão e o fortalecimento das entidades que neles operem;
- ✓ Zelar pela liquidez e solvência das sociedades que integram o mercado;
- ✓ Fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operação das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Privada Aberta, Resseguradores e corretores, na qualidade de executora da política traçada pelo CNSP;
- ✓ Atuar no sentido de proteger a captação de poupança popular que se efetua através das operações de seguro, previdência privada aberta, de capitalização e resseguro;
- ✓ Zelar pela defesa dos interesses dos consumidores dos mercados supervisionados;
- ✓ Promover o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos operacionais a eles vinculados, com vistas à maior eficiência do Sistema Nacional de Seguros Privados e do Sistema Nacional de Capitalização, e
- ✓ Disciplinar e acompanhar os investimentos daquelas entidades, em especial os efetuados em bens garantidores de provisões técnicas..

## *Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)*

A Previc atua como entidade de fiscalização e de supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operado por essas entidades. É uma autarquia federal de natureza especial, dotada de autonomia administrativa e financeira e patrimônio próprio, vinculada ao Ministério da Previdência Social, com sede e foro no Distrito Federal.

## **Operadores**

---

### *Banco do Brasil*

O Banco do Brasil é o mais antigo banco comercial do Brasil e foi criado em 12 de outubro de 1808 pelo príncipe regente Dom João VI. É uma sociedade de economia mista de capital público e privado. É também uma empresa aberta que possui ações cotadas na bolsa de valores (B3). O Banco do Brasil opera como agente financeiro do Governo Federal e é o principal executor das políticas de crédito rural e industrial.

### *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social*

Criado em 1952 como autarquia federal, hoje é uma empresa pública vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio. Atua como instrumento do Governo Federal para o financiamento de longo prazo e investimento em todos os segmentos da economia para fortalecer as empresas, gerar emprego, renda e inclusão social.

O apoio do BNDES tem foco no impacto socioambiental e econômico no Brasil, priorizando o incentivo à inovação, o desenvolvimento regional e o desenvolvimento socioambiental.

Os financiamentos são feitos com recursos próprios, repasses de recursos do Tesouro Nacional, FAT, captações externas, como a emissão de títulos (bonds) e operações com instituições multilaterais e agências governamentais, como o BID, além de outras fontes governamentais e obrigações.

Conta com duas subsidiárias integrais, a FINAME (Agência Especial de Financiamento Industrial) e a BNDESPAR (BNDES Participações), criadas com o objetivo, respectivamente, de financiar a comercialização de máquinas e equipamentos; e de possibilitar a subscrição de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro. As três empresas, juntas, compreendem o chamado “Sistema BNDES”.

### *Caixa Econômica Federal*

Criada em 12 de janeiro de 1861 por Dom Pedro II com o propósito de incentivar a poupança e de conceder empréstimos sob penhor, a Caixa é uma empresa pública vinculada ao Ministério da Fazenda. É a instituição financeira responsável pela operacionalização das políticas do Governo Federal para habitação popular e saneamento básico.

Além das atividades comuns de um banco comercial, a CEF também atende aos trabalhadores formais, por meio do pagamento do FGTS, PIS e seguro-desemprego, e aos beneficiários de programas sociais e apostadores das loterias.

As ações da Caixa priorizam setores como habitação, saneamento básico, infraestrutura e prestação de serviços.

### *Instituições Financeiras Monetárias*

As instituições financeiras monetárias, ou bancárias, são aquelas autorizadas a captar depósitos à vista do público. Atualmente, apenas os Bancos Comerciais, a Caixa Econômica Federal, as Cooperativas de Crédito e os Bancos Múltiplos com carteira comercial possuem essa autorização.

### *Bancos Comerciais*

Os Bancos Comerciais são as instituições financeiras mais tradicionais, que operam uma rede de agências, captam depósitos à vista, de livre movimentação, depósitos a prazo e disponibilizam recursos para financiar, a curto e médio prazo, as pessoas físicas e as empresas. Podem ser instituições públicas ou privadas.

### *Cooperativas de Crédito*

As sociedades cooperativas são uma forma societária, conforme previsto na Lei 5.764/71, em que as pessoas que dela participam comprometem-se a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica, de proveito comum, sem objetivo de lucro. Nesse sentido, as cooperativas de crédito exploram serviços financeiros. São portanto instituições financeiras, e oferecem aos associados os principais serviços bancários, como conta-corrente, investimentos, empréstimos e financiamentos, cartão de crédito. Os cooperados são ao mesmo tempo donos e clientes da cooperativa.

Dividem-se em: singulares, que prestam serviços financeiros de captação e de crédito apenas aos respectivos associados, podendo receber repasses de outras instituições financeiras e reali-

zar aplicações no mercado financeiro; centrais de cooperativas ou federações de cooperativas, que prestam serviços às singulares filiadas, e são também responsáveis auxiliares por sua supervisão; e confederações de cooperativas centrais, que prestam serviços a centrais e suas filiadas.

As cooperativas de crédito equiparam-se a uma instituição financeira e, portanto estão sujeitas à legislação e às normas gerais aplicáveis ao sistema financeiro, como também à Lei Complementar nº 130, de 17 de abril de 2009, que instituiu o Sistema Nacional de Crédito Cooperativo, à Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971, que instituiu o regime jurídico das sociedades cooperativas, e à Resolução nº 5.051, de 25 de Novembro de 2022, que disciplina sua constituição e funcionamento.

### *Bancos Múltiplos*

Os bancos múltiplos são instituições financeiras autorizadas a se constituir com, no mínimo, duas dentre as carteiras comercial, de investimento ou desenvolvimento, de crédito imobiliário, de crédito, financiamento e investimento e de arrendamento mercantil, sendo que uma delas deve ser obrigatoriamente comercial ou de investimento. As atividades realizadas pelos bancos múltiplos estão sujeitas às mesmas normas legais e regulamentares aplicáveis às instituições singulares correspondentes às suas carteiras, inclusive no que diz respeito às operações ativas, passivas e acessórias. Somente bancos públicos podem operar a carteira de desenvolvimento. É vedado ao banco múltiplo emitir debêntures. Salvo os casos previstos em legislação e regulamentação específicas, não há vinculação entre as fontes de recursos captados e as aplicações do banco múltiplo. Os bancos múltiplos com carteira comercial podem captar depósitos à vista.

### *Demais Instituições Financeiras*

Incluem as instituições financeiras não autorizadas a receber depósitos à vista. Desenvolvem as operações típicas de um intermediário financeiro, como captação de recursos e empréstimo, além da prestação de serviços financeiros. Dividem-se em categorias, a depender do foco principal de atuação, das formas permitidas de captação e aplicação dos recursos e da composição e controle societário. Entre elas, podemos citar:

### *Bancos de Desenvolvimento*

Os bancos de desenvolvimento são instituições financeiras públicas não federais, constituídas sob a forma de sociedade por ações, com sede na capital do Estado da Federação que detiver seu controle acionário. Em sua denominação deve constar obrigatoriamente a expressão “Banco de Desenvolvimento”, seguida do nome do Estado em que tenham sede.

Os Bancos de Desenvolvimento têm como objetivo proporcionar os recursos necessários ao financiamento, a médio e longo prazo, de programas e projetos que visem a promover o desenvolvimento econômico e social dos respectivos Estados da Federação onde tenham sede. As principais operações ativas são empréstimos e financiamentos, investimentos e arrendamento mercantil, direcionados prioritariamente ao setor privado. Podem captar recursos de terceiros provenientes de depósitos a prazo, empréstimos e financiamentos obtidos no País ou no exterior, operações de crédito ou contribuições do setor público federal, estadual ou municipal, emissão ou endosso de cédulas hipotecárias, bem como endosso de títulos hipotecários previstos em lei para o crédito rural, emissão de cédulas de debêntures e de Títulos de Desenvolvimento Econômico, e letras financeiras, desde que atendidas as condições da regulamentação..

### *Bancos de Investimento*

Os bancos de investimento são instituições financeiras especializadas em operações estruturadas para empresas. Tais operações podem envolver participação acionária ou societária de caráter temporário em empresas, ou financiamentos, a médio e longo prazos, para suprimento de capital fixo ou de giro, mediante a aplicação de recursos próprios ou captados junto ao público. Possuem natureza privada, devem ser constituídos sob a forma de sociedade por ações e adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão “Banco de Investimento”. Não possuem contas correntes e captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. Além de instituirem, organizarem e administrarem fundos de investimentos, administram carteiras de títulos e valores mobiliários, assessoram negócios, realizam lançamentos de ações de empresas e prestam outros serviços do gênero.

### *Bancos de Câmbio*

Os bancos de câmbio são instituições financeiras especializadas na realização de operações de compra e venda de moeda estrangeira, transferências de recursos do e para o exterior, financiamento de exportação e importação, adiantamento sobre contratos de câmbio e outras operações, inclusive de prestação de serviços, previstas na regulamentação do mercado de câmbio. Podem ainda: atuar no mercado financeiro nacional, inclusive em bolsas de mercadorias e futuros, bem como em mercado de balcão, para realização de operações, por conta própria, referenciadas em moedas estrangeiras ou vinculadas a operações de câmbio; efetuar depósitos interfinanceiros; e realizar outras atividades que vierem a ser autorizadas pelo Banco Central do Brasil. Podem captar recursos de repasses interbancários, de depósitos interfinanceiros e no exterior. É permitido aos bancos de câmbio manter contas de depósito não movimentáveis pelo titular, sem remuneração, cujos recursos sejam destinados à realiza-

ção de operações ou à contratação de serviços relacionados a seu objeto social. Na denominação dessas instituições deve constar a expressão “Banco de Câmbio”.

### *Companhias Hipotecárias*

As companhias hipotecárias são instituições financeiras que têm por objeto social:

- ✓ conceder financiamentos destinados à aquisição, produção, reforma ou comercialização de imóveis residenciais ou comerciais e lotes urbanos;
- ✓ conceder empréstimos e financiamentos, garantidos por hipoteca ou pela alienação fiduciária de bens imóveis;
- ✓ comprar, vender, refinanciar e administrar créditos garantidos por hipoteca ou pela alienação fiduciária de bens imóveis, próprios ou de terceiros;
- ✓ administrar fundos de investimento imobiliário, desde que autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários; e
- ✓ repassar recursos destinados ao financiamento da produção ou da aquisição de imóveis residenciais ou comerciais.

Devem ser constituídas sob a forma de sociedades por ações e em sua denominação social deve constar a expressão “Companhia Hipotecária”. As companhias hipotecárias é facultado emitir letras hipotecárias, cédulas hipotecárias, debêntures e obter empréstimos e financiamentos no País e no exterior. Não recebem depósitos de poupança. Em 2009, com a publicação da Lei 11.977, passaram a integrar o Sistema Financeiro da Habitação (SFH).

### *Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento*

As sociedades de crédito, financiamento e investimento (SCFI), ou financeiras, como são conhecidas, são instituições financeiras privadas com o objetivo de prover financiamento para a compra de bens e serviços, e para capital de giro. Foram instituídas pela Portaria do Ministério da Fazenda 309, de 30 de novembro de 1959. Devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima (sociedade por ações) e na sua denominação social deve constar a expressão “Crédito, Financiamento e Investimento”. As SCFI não recebem depósitos à vista. Captam recursos por meio de aceite e colocação de letras de câmbio (LC), Recibos de Depósitos Bancários (RDB), depósitos interfinanceiros, operações de cessão de crédito e depósitos a prazo com garantia especial (DPGE).

### *Sociedades de Crédito Imobiliário*

As sociedades de crédito imobiliário (SCI) são instituições financeiras especializadas em operações de financiamento imobiliário. Foram criadas pela Lei 4.380, de 21 de agosto de 1964, no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Devem ser constituídas sob a forma de sociedade por ações e em sua denominação social deve constar a expressão “Crédito Imobiliário”. Podem captar recursos por meio de depósitos de poupança, da emissão de letras hipotecárias, letras imobiliárias, depósitos interfinanceiros e outras formas autorizadas pelo Banco Central do Brasil. Operam principalmente em financiamento para construção de habitações, crédito para compra ou construção de casa própria, e financiamento de capital de giro a empresas incorporadoras, produtoras e distribuidoras de material de construção. Com o compromisso de não captar recursos do público, o CMN autorizou as SCI a se transformarem em repassadoras de recursos do SFH, área em que têm atuado de forma mais específica e restrita.

### *Agências de Fomento*

Agências de fomento são instituições criadas por Unidade da Federação que têm como objeto social financeirar capital fixo e de giro associado a projetos na Unidade da Federação onde tenham sede. São constituídas sob a forma de sociedade por ações de capital fechado com controle acionário da Unidade da Federação que a instituiu. A constituição e o funcionamento das agências de fomento dependem de autorização do Banco Central do Brasil, sendo que cada Unidade só pode constituir uma agência. Na denominação social da instituição deve constar obrigatoriamente a expressão Agência de Fomento, acrescida da indicação da Unidade da Federação controladora. Não podem ser transformadas em nenhum outro tipo de instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Além de recursos próprios, é permitido às agências de fomento empregar em suas atividades recursos provenientes de fundos e programas oficiais, orçamentos federal, estaduais e municipais, organismos e instituições financeiras nacionais e internacionais de desenvolvimento e captação de depósito financeiro associados a operações de microfinanças (DIM). Essas operações devem observar regras específicas da Resolução CMN 2.828, de 2001, que regula a constituição e o funcionamento dessas instituições e determina as atividades e operações que podem ser realizadas por esse tipo de instituição. É expressamente vedado às agências de fomento captar recursos junto ao público, recorrer ao redesconto, ter conta de reserva no Banco Central e contratar depósitos interfinanceiros na qualidade de depositante ou de depositária, com exceção das operações de DIM. As agências de fomento devem constituir e manter, permanentemente, fundo de liquidez equivalente, no mínimo, a 10% do valor de suas obrigações, a ser integralmente aplicado em títulos públicos federais.

### *Associações de Poupança e Empréstimo*

As associações de poupança e empréstimo são instituições constituídas sob a forma de sociedade civil, e de propriedade comum de seus associados, com atuação regional restrita, que têm como objetivo captar, incentivar e disseminar a poupança, e propiciar ou facilitar a aquisição da casa própria aos seus associados. Suas operações ativas são, em geral, de financiamento imobiliário. Elas captam recursos pela emissão de letras e cédulas hipotecárias, depósitos de caderetas de poupança, depósitos interfinanceiros e empréstimos externos. Os depositantes adquirem vínculo societário e, por isso, são remunerados pelos resultados operacionais da APE. São supervisionadas pelo Banco Central.

### *Sociedades de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte*

As sociedades de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte são instituições que têm como objeto social a concessão de financiamentos a pessoas físicas, a microempresas e a empresas de pequeno porte, com vistas à viabilização de empreendimentos de natureza profissional, comercial ou industrial. Foram criadas pela Lei 10.194, de 14 de fevereiro de 2001. São impedidas de captar, sob qualquer forma, recursos junto ao público, bem como emitir títulos e valores mobiliários destinados à colocação e oferta públicas. Não podem conceder empréstimos para fins de consumo e nem ter participação societária em instituições financeiras. Devem ser constituídas sob a forma de companhia fechada ou de sociedade por quotas de responsabilidade limitada e devem adotar em sua denominação social a expressão “Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte”, sendo vedado o uso de denominação ou nome fantasia que contenha termos característicos das demais instituições do Sistema Financeiro Nacional ou de expressões similares em vernáculo ou em idioma estrangeiro” (Resolução CMN 4.721, de 2019).

### *Outros Intermediários Financeiros*

São também intermediários do Sistema Financeiro Nacional:

#### *Administradoras de Consórcio*

A administradora de consórcio é uma pessoa jurídica prestadora de serviços responsável pela formação e administração de grupos de consórcio. O grupo de consórcio é uma sociedade não personificada, que tem como objetivo a captação de poupança, em um sistema de autofinanciamento, que permite aos consorciados a aquisição de bens e serviços.

### *Sociedades de Arrendamento Mercantil*

As sociedades de arrendamento mercantil são instituições que têm como objeto a realização de operações de arrendamento mercantil (leasing), operacional ou financeiro.

Nessa operação, o arrendador coloca um determinado bem à disposição do arrendatário, para uso, durante um prazo específico, tendo em troca uma contraprestação financeira. É uma espécie de locação, em que o arrendatário, ao final do contrato, pode adquirir o bem por um valor residual, devolvê-lo ao arrendador ou ainda renovar o contrato. Devido às características de suas operações, essas sociedades não são consideradas instituições financeiras, mas sim equiparadas a elas.

### *Sociedades Corretoras de Câmbio*

As sociedades corretoras de câmbio são instituições que têm como objeto social exclusivo a intermediação em operações de câmbio e a prática de operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes. Deverá ser constituída sob a forma de sociedade por ações ou por quotas de sociedade limitada e em sua denominação social deve constar obrigatoriamente a expressão “corretora de câmbio”. São supervisionadas pelo Banco Central do Brasil. Essas instituições são tradicionalmente conhecidas como “casas de câmbio”.

### *Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários*

São instituições financeiras com múltiplas funções e, até o início de março de 2009 com a edição da Decisão-Conjunta BACEN/CVM Nº 17, eram as únicas autorizadas a operar em bolsas de valores. Necessitam de autorização prévia do Banco Central do Brasil para serem constituídas, estando sujeitas à fiscalização da própria bolsa de valores, da CVM e do Banco Central. Sua principal atividade é a execução de ordens de compra e de venda de ativos para seus clientes. Podem auxiliar o investidor na medida em que disponibilizam para seus clientes informações provenientes de seus departamentos técnicos ou de análises de terceiros. Podem também administrar Fundos de Investimentos. Em geral, cobram taxas e comissões por seus serviços. As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários são constituídas sob a forma de sociedade por ações ou por quotas de responsabilidade limitada.

### *Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários*

São instituições financeiras também autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e pela CVM, atuando na intermediação de títulos e valores mobiliários. Possuem diversas funções, em especial, atividades relacionadas ao mercado de capitais. Até o início de março de 2009, as Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários não estavam autoriza-

das a operar em bolsas de valores e, quando o faziam, operavam por meio de uma Corretora de Valores. Contudo, em 02.03.2009, a Decisão-Conjunta BACEN/CVM Nº 17 estabeleceu que as Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários ficariam autorizadas a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores.

Da mesma forma que as Corretoras, as Distribuidoras de Valores cobram taxas e comissões por seus serviços. São constituídas sob a forma de sociedades por ações ou por quotas de responsabilidade limitada e, em sua denominação social, deve constar obrigatoriamente a expressão “Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários”.

Os serviços oferecidos pelas corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários são apresentados no capítulo 9.

#### *Entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários*

Também compõem o Sistema Financeiro Nacional, como operadores, as entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários, como Bolsas de Valores, Mercadorias e Futuros, de Balcão Organizado, assunto que será tratado em capítulo específico.

#### *Instituições do Segmento de seguros, capitalização e previdência*

Além das entidades relacionadas acima, também integram o SFN as sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas de previdência complementar e os fundos de pensão.

#### *Sociedades Seguradoras*

As sociedades seguradoras são especializadas nos contratos de seguros, por meio dos quais assumem a obrigação de indenizar o contratante (segurado), ou a quem este designar, caso o risco indicado no contrato venha a ocorrer. Recebe, para isso, o prêmio estabelecido. São constituídas sob a forma de sociedades por ações.

#### *Sociedades de Capitalização*

As sociedades de capitalização negociam os contratos ou títulos de capitalização, em que os contratantes comprometem-se a depositar, periodicamente e durante prazo estabelecido, presações pecuniárias, para, ao fim do prazo contratado, resgatar parte dos valores corrigidos por uma taxa estabelecida contratualmente. Quando previsto, os contratantes têm ainda o direito de concorrer a sorteios de prêmios em dinheiro. Essas sociedades são constituídas sob a forma

de sociedades por ações.

#### *Entidades Abertas de Previdência Complementar*

As Entidades Abertas de Previdência Complementar “EAPCs” têm por objetivo instituir e operar planos de benefícios previdenciários, direcionados a quaisquer pessoas físicas. Esses benefícios podem ser concedidos na forma de renda continuada ou de pagamento único. As EAPCs são constituídas sob a forma de sociedades por ações.

#### *Fundos de Pensão*

As entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) também têm por objetivo operar planos previdenciários, porém são acessíveis somente aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas ou aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, ou aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial. São organizadas sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos. No que diz respeito à aplicação dos recursos, as entidades de previdência fechada estão sujeitas às regras estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar e pela Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001.

## **1.2 Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional**

---

Os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e de lavagem de dinheiro encontram específica previsão no ordenamento jurídico brasileiro que, assim, visa a coibir condutas lesivas que atentem contra o próprio Sistema Financeiro e a economia nacional. Direta ou indiretamente, protegem também o investidor e o mercado.

#### *Crimes do Colarinho Branco*

Em relação aos crimes conhecidos como “crimes do colarinho branco”, endereçados especificamente pela Lei nº 7.492/86, destacamos algumas condutas consideradas prejudiciais ao regular funcionamento do sistema financeiro e à confiabilidade que nele deve imperar e que, por isso, são coibidas:

- ✓ imprimir, reproduzir ou pôr em circulação, sem autorização, certificado, cautela ou outro documento representativo de título ou valor mobiliário;

- ✓ emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários falsos, sem registro, sem lastro ou sem autorização;
- ✓ divulgar informação falsa ou prejudicialmente incompleta sobre instituição financeira;
- ✓ gerir fraudulentamente instituição financeira;
- ✓ apropriar-se ou desviar em proveito próprio ou alheio, como administrador de instituição financeira, dinheiro, título, valor ou qualquer outro bem móvel de que tenha a posse;
- ✓ induzir ou manter em erro sócio, investidor ou repartição pública competente relativamente à operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente;
- ✓ fazer inserir elemento falso ou omitir elemento exigido pela legislação em demonstrativos contábeis de instituição financeira, seguradora ou instituição integrante do sistema de distribuição de títulos de valores mobiliários;
- ✓ obter, mediante fraude, financiamento em instituição financeira.

Embora a lei faça referência ao Sistema Financeiro Nacional, esta expressão deve ser entendida em sentido amplo, de mercado financeiro ou de mercado de capitais, abrangendo os seguros, o câmbio, os consórcios, a capitalização ou qualquer outro tipo de poupança.

### *Crimes contra o Mercado de Valores Mobiliários*

Com o objetivo de preencher as lacunas então existentes na “Lei do Colarinho Branco”, a Lei nº 10.303/01 alterou a Lei nº 6.385/76, passando a prever três delitos especificamente voltados à tutela do regular funcionamento do mercado de valores mobiliários:

- ✓ Manipulação de Mercado: simular operações ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros.
- ✓ Uso Indevido de Informação Privilegiada: utilizar informação relevante de que

tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários; repassar informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. O agente que comete o crime de uso indevido de informação privilegiada valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo pode ter a pena aumentada em um terço.

✓ Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função: exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento.

### *Crime de Lavagem de Dinheiro*

“Lavar” dinheiro significa ocultar ou dissimular a natureza, origem, localização, disposição, movimentação ou a propriedade de bens, direitos ou valores provenientes, direta ou indiretamente, de crime. Ou seja, o dinheiro lavado tem, necessariamente, origem em atividade ilícita (infração penal), qualquer que seja ela, conforme previsto no art. 1º da Lei nº 9.613/98, com redação que lhe foi dada pela Lei nº 12.683/12.

O crime de lavagem de dinheiro caracteriza-se por um conjunto de operações comerciais ou financeiras que buscam a incorporação na economia de cada país, de modo transitório ou permanente, de recursos, bens e valores de origem ilícita e que se desenvolvem por meio de um processo dinâmico que envolve, teoricamente, três fases independentes que, com frequência, ocorrem simultaneamente.

A primeira fase é conhecida como “colocação”, por meio da qual o agente tem o objetivo de colocar, inserir o dinheiro no sistema econômico, o que, muitas vezes, se faz por meio da movimentação dos recursos em países com regras mais permissivas e naqueles que possuem um sistema financeiro liberal.

A segundo etapa é a “ocultação”, que consiste em dificultar o rastreamento contábil dos recursos ilícitos. O objetivo é tentar romper a cadeia de evidências, de modo a fazer desaparecer o

vínculo entre o criminoso e o bem procedente da sua atuação.

Por fim, a terceira etapa é a da “integração”, na qual os ativos são incorporados formalmente ao sistema econômico.

O Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF) é a unidade brasileira de inteligência financeira, e possui um papel central no sistema brasileiro de combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento ao terrorismo. Ele tem a incumbência legal de coordenar mecanismos de cooperação e de troca de informações que viabilizem ações rápidas e eficientes no combate à lavagem de dinheiro, disciplinar e aplicar penas administrativas e receber, examinar e identificar ocorrências suspeitas. O COAF também coordena a participação do Brasil em várias organizações internacionais relacionadas a esse tema.

Com relação às medidas preventivas, a legislação brasileira designa autoridades para supervisionar as instituições financeiras e garantir maior vigilância de atividades financeiras suspeitas ou incomuns, ou ainda transações envolvendo jurisdições com regimes deficientes de combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento ao terrorismo.

Além do COAF, outras autoridades e instituições, tais como a Polícia Federal, a Receita Federal, a Controladoria-Geral da União, o Ministério Público, a CVM e o BC, dentro do trabalho conjunto da Estratégia Nacional de Combate à Corrupção e à Lavagem de Dinheiro (ENC-CLA) e, conforme recomendações expedidas pelo Grupo de Ação Financeira (FATF/GAFI), têm se engajado de forma sistemática e progressiva na identificação, na prevenção e no combate à lavagem de dinheiro, o que pode ser visto no aumento do número de investigações e condenações. Essas autoridades têm aumentado suas capacidades de atuação, seja ampliando recursos, seja cooperando com outros órgãos para o intercâmbio de informações e experiências. Além disso, os tribunais especializados recém-criados para julgar esses processos aumentaram os esforços na luta contra o crime de lavagem de dinheiro.

A Lei nº 13.974, de 7 de janeiro de 20203 , reestruturou o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf), vinculando-o administrativamente ao Banco Central do Brasil. Em 2023 a Medida Provisória 1158/23 foi editada para que o COAF retornasse ao Ministério da Fazenda, porém a MP não foi votada e perdeu a validade, com o COAF permanecendo vinculado ao BACEN.

## 1.3. Comissão de Valores Mobiliários

---

### 1.3.1. História do mercado de capitais

Antes da década de 60, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A partir do final da década de 1950 o ambiente econômico de inflação crescente se somava a uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros (a chamada Lei da Usura) limitando o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo.

Essa situação começa a se modificar quando o Governo que assumiu o poder em abril de 1964 iniciou um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro, quando diversas novas leis foram editadas.

Entre aquelas que tiveram maior importância para o mercado de capitais, podemos citar a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária, através da criação das ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional), a Lei nº 4.595/64, denominada lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central e, principalmente, a Lei nº 4.728, de 14.04.65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

A introdução dessa legislação resultou em diversas modificações no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre bolsa de valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em sociedades corretoras, forçando a sua profissionalização, a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento.

Com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as bolsas de valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, funções hoje exercidas pela CVM, foi criada uma diretoria no Banco Central: Diretoria de Mercado de Capitais.

Ao mesmo tempo, foram introduzidos alguns incentivos para a aplicação no mercado acionário, dentre os quais destacamos os Fundos 157, criados pelo Decreto Lei nº 157, de 10.02.1967. Esses fundos eram uma opção dada aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido, quando da declaração do imposto de renda, em aquisição de quotas de fundos de ações de compa-

nhias abertas administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

Com o grande volume de recursos carreados para o mercado acionário, principalmente em decorrência dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. Isso desencadeou um “boom” na Bolsa do Rio de Janeiro, sendo o período de maior onda especulativa entre dezembro de 1970 e julho de 1971, quando as cotações dispararam.

Após alcançar o seu ponto máximo em julho de 1971, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores mais esclarecidos e experientes, que começaram a vender suas posições. O quadro foi agravado progressivamente quando novas emissões começaram a chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações, em um momento em que muitos investidores, assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa, procuravam vender seus títulos.

O movimento especulativo, conhecido como “boom de 1971”, teve curta duração, mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam, de forma surpreendentemente duradoura, a reputação do mercado acionário. Apesar disso, notou-se uma recuperação das cotações a partir de 1975, devido a novos aportes de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/ PASEP, adicionais do Fundo 157 e a criação das Sociedades de Investimento “Decreto-Lei nº 1401” para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), além do crescente volume de investimentos por parte dos Fundos de Pensão.

Ao longo do tempo, vários outros incentivos foram adotados visando a incentivar o crescimento do mercado, tais como: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores; a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital; e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES aos subscritores de ações distribuídas publicamente.

Foi dentro desse quadro de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário que, em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais, ainda em vigor: a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades por Ações, que visava modernizar as regras que regiam as sociedades por ações, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940, e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a CVM, uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas

de valores e as companhias abertas.

Apesar de todos esses incentivos, o mercado de capitais não teve o crescimento esperado, ainda que em alguns momentos tenha havido um aumento na quantidade de companhias abrindo seu capital e um volume razoável de recursos captados durante a década de 1980.

Na segunda metade da década de 70, a partir do Decreto Lei 1.401/76, foram feitas as primeiras tentativas para atrair capitais externos para aplicação no mercado de capitais brasileiro, mas o processo de internacionalização do mercado aconteceu com mais força a partir do final da década de 1980, com a edição da Resolução do CMN nº 1.289/87.

A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumenta o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente a New York Stock Exchange, sob a forma de ADR (American Depository Receipts), com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC (Securities and Exchange Commission), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados “princípios de governança corporativa”.

A partir daí, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, consequentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar melhorias das práticas de governança corporativa das

empresas brasileiras, das quais destacamos: a aprovação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa.

### 1.3.2. Estrutura

A CVM é uma entidade autárquica, em regime especial, criada com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários.

CVM: autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Com sede na cidade do Rio de Janeiro, é administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal. O Presidente e a Diretoria constituem o Colegiado, que define políticas e estabelece práticas a serem implantadas e desenvolvidas pelo corpo de Superintendentes, que é a instância executiva da CVM.

Com o objetivo de reforçar sua autonomia e seu poder fiscalizador, o governo federal editou, em 2001, a Medida Provisória nº 8, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/02, pela qual a CVM passa a ser uma entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

### 1.3.3. As principais atribuições e competências da CVM

Nos termos da legislação, a CVM tem como objetivos:

- ✓ Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- ✓ Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- ✓ Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;

- ✓ Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, contra atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.
  - ✓ Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
  - ✓ Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
  - ✓ Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e
  - ✓ Assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.
- ✓ Entre as principais competências atribuídas pela Lei à CVM, cabe destacar:
- ✓ Regulamentar as matérias expressamente previstas nas Leis 6.385/76 e 6.404/76 (Lei da Sociedade por Ações);
  - ✓ Realizar atividades de credenciamento, registro e fiscalização de auditores independentes, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários, agentes autônomos, entre outros;
  - ✓ Fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, os fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários;
  - ✓ Apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não-equitativas de administradores de companhias abertas e de quaisquer participantes do mercado de valores mobiliários, aplicando as penalidades previstas em lei.

É importante destacar que a CVM não tem competência para determinar o resarcimento de eventuais prejuízos sofridos pelos investidores em decorrência da ação ou omissão de agentes do mercado.

### **1.3.5. A ação fiscalizadora e os poderes da CVM**

Ao lado das atribuições, a Lei ofereceu à CVM os meios materiais e institucionais necessários ao cumprimento de sua missão, notadamente: o poder normativo, através do qual a CVM regula a atuação dos diversos agentes do mercado; e o poder punitivo, através do qual, assegurado o direito de ampla defesa, permite a penalização de quem descumpre as normas baixadas pelo órgão ou de quem pratica atos fraudulentos no mercado.

As penalidades possíveis de serem aplicadas pelo Colegiado da CVM, após constatada, em inquérito administrativo, a prática de irregularidades, correspondem à advertência, multa, inabilitação temporária para o exercício de cargos, suspensão da autorização ou do registro, e inabilitação temporária para o exercício de atividades sujeitas à competência da Autarquia, além da proibição temporária, não só para a prática de atividades ou operações por parte dos integrantes do sistema de distribuição, como também para atuar como investidor, direta e indiretamente, no mercado.

A CVM poderá, após análise de conveniência e oportunidade, deixar de instaurar ou suspender procedimento administrativo, destinado à apuração de infração relacionada à sua área de competência, se o acusado assinar Termo de Compromisso, em que se obrigue a interromper a prática do ato ilícito e corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

Há ainda a figura do atenuante na aplicação de penalidades, quando se verificar arrependimento eficaz ou arrependimento posterior, mediante circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar o ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.

Não se pode deixar de mencionar que a CVM tem a responsabilidade de denunciar ao Ministério Público a ocorrência de indícios de ilícito penal nos processos em que apura as irregularidades no mercado. Mecanismo semelhante permite o encaminhamento do processo à Secretaria da Receita Federal quando da ocorrência de indícios de ilícito fiscal.

A lei assegura também à Autarquia o direito de participar de processos judiciais que envolvam matéria de interesse do mercado de valores mobiliários. Segundo a legislação, a Autarquia será sempre intimada a, em querendo, manifestar-se nesses processos, juntando parecer, ou oferecendo esclarecimentos.

### **1.3.4. Direito de ampla defesa**

O processo de regulação na CVM tem início com o trabalho de normatização, assesso-

rado pelos agentes do mercado e apoiado em seus fundamentos e princípios. Prossegue na fiscalização e no acompanhamento das atividades dos participantes do mercado, resultando, quando da constatação de irregularidades, na punição dos responsáveis pelas práticas irregulares ou ilegais.

Entretanto, não se aplica qualquer penalidade sem que seja assegurado ao acusado o amplo direito de defesa. Instaurado o procedimento administrativo para apurar a prática de irregularidades no mercado, será o mesmo instruído com a documentação pertinente, sobretudo as provas de defesa apresentadas pelos indiciados.

Concluído o inquérito, este será julgado pelo Colegiado da Autarquia, cabendo recurso da decisão tomada ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

### 1.3.6. Normatização e Audiência Pública

As normas elaboradas pela CVM estão, inicialmente, vinculadas a uma política de regulação prévia e claramente explicitada ao mercado, e respeitam processo de normatização específico. Nesse sentido, a edição das normas é precedida, ressalvadas algumas dispensas, pela Análise de Impacto Regulatório (AIR), divulgadas publicamente, que orientam e priorizam o desenvolvimento dos normativos. Além disso, as normas não são baixadas sem que o mercado tenha a oportunidade de sobre elas se manifestar e, inclusive, participar de sua elaboração.

A CVM entende que esses cuidados são indispensáveis à eficiência do processo normativo. Primeiro, porque não se colocam os entes objetos da regulação em permanente sobressalto. Depois, porque o debate e a participação no processo normativo não só permitem a elaboração de documentos condizentes com a realidade do mercado, como também comprometem o regulado com a regulação, na medida em que ele se torna, mais que o cumpridor da norma, um dos seus autores.

A audiência pública é o mecanismo que acompanha quase todo o processo normativo da CVM. As minutas de projetos de normas da CVM, segundo o rito do processo, são colocadas à disposição dos interessados, para que eles se manifestem sobre o documento e, de forma complementar, podem ser discutidas em seminários e eventos do gênero até que, obtido o melhor nível de compreensão e adesão do mercado com relação à matéria, a norma possa ser baixada.

### 1.3.7. Regulação x Autorregulação

Para assegurar que o seu trabalho seja coerente com as expectativas da sociedade e dos entes

regulados, a CVM fundamenta a sua atividade regulatória em um conjunto de princípios extraídos sobre o que se deve esperar da regulação, qual o seu alcance e suas limitações.

A explicitação desses princípios e a sua divulgação ao mercado permite que seus diversos segmentos entendam como e por que a CVM edita normas. Além disso, essa estrutura conceitual é importante também como base para as atividades de autorregulação, na medida em que estabelece diretrizes para o exercício de iniciativas disciplinadoras que as entidades do mercado decidam adotar no âmbito de suas atividades.

O mercado de valores mobiliários precisa ser livre, competitivo e informado, ou seja, precisa ser eficiente. Além disso, deve ser um mercado confiável, em que haja uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam. O exercício da atividade regulatória da CVM, portanto, objetiva assegurar essa eficiência e essa confiabilidade, condições consideradas fundamentais para promover a expansão e o desenvolvimento desse mercado.

A regulação leva em conta os seguintes fundamentos:

#### *Interesse Público*

✓ A transferência de recursos entre os investidores e os agentes econômicos é indispensável à contínua formação de capital, quando se contempla uma sociedade como a brasileira, baseada na livre iniciativa e na economia de mercado. É através desse processo de transferência de recursos que se obtém o investimento e o crescimento das unidades econômicas e, em decorrência, do conjunto da sociedade. Portanto, é do interesse público o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.

#### *Confiabilidade*

✓ A existência e o crescimento do mercado dependem da confiança que seus diversos protagonistas depositem no sistema. Se o propósito do órgão regulador é favorecer o crescimento do mercado, de modo que ele possa atender sempre às crescentes exigências da sociedade, torna-se imperativa a observação deste fundamento. A regulação deve se dar de forma a criar uma base de confiança que assegure ao detentor de poupança a certeza de que pode atuar no mercado, incorrendo exclusivamente nos riscos próprios do negócio em que quer operar.

#### *Eficiência do Mercado*

✓ É característica de um mercado livre a sua capacidade de atuar como meca-

nismo apto a direcionar a poupança da sociedade aos projetos econômicos mais adequados a suas expectativas. Este é um aspecto que se tem de observar e perseguir no trabalho de regulação, na medida em que só assim se consegue o melhor atendimento de anseios da sociedade. Da mesma forma, a minimização dos custos da intermediação desses recursos responde tanto ao interesse das companhias, quanto dos indivíduos que nelas investem, e será através da eficiência do mercado que tais objetivos poderão ser alcançados: eficiência alocacional e operacional.

### *Competitividade*

✓ A eficiência do mercado depende do grau de competição que se estabeleça entre os seus participantes. Portanto, a regulação terá que se manter sempre atenta a este fundamento, não só evitando ações que venham a inibir a competitividade, mas também assegurando que ela se dê de forma sadia. Além disso, a competição ativa e sadia minimiza a necessidade de regulação.

### *Mercado Livre*

✓ A liberdade de atuação no mercado e de acesso a seus mecanismos é pré-condição de existência de um mercado capaz de desempenhar adequadamente o seu papel. No processo de regulação do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao exercício de atividades e às operações que nele se processem.

### *A Autorregulação*

Para aumentar a eficiência da atividade regulatória, a CVM adota o sistema de autorregulação para determinadas atividades no mercado de valores mobiliários, evitando, assim, a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento.

A autorregulação está fundamentada nos seguintes pressupostos:

- ✓ A ação eficaz do órgão regulador sobre os participantes do mercado de valores mobiliários implica em custos excessivamente altos quando se busca aumentar a eficiência e abrangência dessa ação.
- ✓ Uma entidade autorreguladora, pela sua proximidade das atividades do mercado e melhor conhecimento das mesmas, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo agir com maior celeridade e a custos moderados.

- ✓ A elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que disciplinam suas atividades fazem com que a aceitação dessas normas aumente e a comunidade se sinta mais responsável no seu cumprimento, diminuindo a necessidade de intervenção do órgão regulador.

Esses pressupostos refletem a preocupação de reduzir o porte e de tornar a atuação do órgão regulador mais eficiente, já que este só poderia ter uma ação sensível, ágil e eficaz caso duplicasse inúmeras funções desempenhadas por entidades privadas existentes no mercado de valores mobiliários. Além disso, o maior zelo na observância das normas, decorrente da participação em sua elaboração e da consciência da importância de sua preservação, implica menor dispêndio de recursos nas tarefas de acompanhamento e fiscalização de seu cumprimento.

Por outro lado, na delegação de poderes de normatização e fiscalização, o órgão regulador conserva competências residuais que lhe permitem evitar possíveis inconvenientes da autorregulação, como a complacência em relação a assuntos de interesse público, a tendência à autoproteção dos regulados, a leniência na imposição de sanções e atitudes tolerantes, decorrentes do desejo de evitar publicidade negativa aos negócios.

#### *1.3.8. Participação em organismos internacionais*

Nassau relações internacionais, a CVM participa das atividades de inúmeras organizações que congregam reguladores de valores mobiliários, como a IOSCO – International Organization of Securities Commissions, o COSRA – Conselho de Reguladores de Valores das Américas, o IIMV – Instituto IberoAmericano de Mercados de Valores, e o Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds – ECG. Particiipa também das atividades de outras entidades internacionais, como o MERCOSUL.

##### *IOSCO – International Organization of Securities Commissions*

A Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV - ou IOSCO, como é conhecida internacionalmente por sua sigla em inglês, é a principal organização internacional que congrega reguladores de valores. Foi oficialmente criada em 1983 e tornou-se o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores e de derivativos, contando hoje com representantes de mais de 100 países.

A Comissão de Valores Mobiliários foi uma das fundadoras da IOSCO (a organização começou como uma entidade interamericana), participa de vários comitês, grupos de trabalho, e do Conselho Diretivo (IOSCO Board), e já sediou reuniões anuais desse organismo, que tem entre as suas quatro línguas oficiais o português.

Seus objetivos, definidos em estatuto, são:

- ✓ promover, através da cooperação, altos padrões de regulação, adequados à manutenção de mercados seguros, eficientes e equitativos;
- ✓ intercambiar informações e experiências necessárias ao desenvolvimento de mercados domésticos;
- ✓ unir esforços para estabelecer padrões internacionais de contabilidade e auditoria e um eficaz sistema de supervisão das transações internacionais nos mercados de capitais;
- ✓ proporcionar assistência recíproca em investigações, com a finalidade de garantir a rigorosa aplicação das leis e punição de seus infratores.

A IOSCO conta com 38 Princípios da Regulação de Valores Mobiliários, baseados em 3 objetivos: Proteção de Investidores; Assegurar Mercados Justos, Eficientes e Transparentes; e Redução do Risco Sistêmico.

#### *COSRA - Council of the Securities Regulators of the Americas*

O COSRA, Conselho de Reguladores de Valores Mobiliários das Américas, reúne os reguladores de valores das Américas do Norte, Central e do Sul, assim como do Caribe. Fundado em 1992, foi presidido pela CVM entre junho de 1995 e junho de 1997.

Seu objetivo é oferecer um foro para estimular a cooperação mútua e o intercâmbio de informações com o intuito de fornecer sinergia aos esforços realizados por cada um dos países da região para desenvolver um mercado de valores eficiente e justo para todos os investidores.

#### *Instituto IberoAmericano de Mercados de Valores*

A Fundação Instituto IberoAmericano de Mercados de Valores – IIMV - é uma instituição sem fins lucrativos, que tem por objetivo favorecer um melhor conhecimento da estrutura e regulação dos mercados de valores nos países iberoamericanos, o desenvolvimento de mercados de valores transparentes e íntegros e incrementar a relação entre os reguladores, a iniciativa privada e os profissionais do mercado.

O principal meio para atingir seus objetivos é através da criação de programas, tais como:

- ✓ Programa de Difusão que inclui difusão de uma newsletter eletrônica, publica-

ção quadrimestral de uma revista e criação de um website na Internet;

- ✓ Programa de Formação e Pesquisa - organização de seminários e ciclos de debate, bem como a organização de um programa de pesquisa na área de regulação;
- ✓ Programa de Cooperação - celebração de uma reunião anual de reguladores, com o objetivo de incrementar a comunicação e colaboração.

## **MERCOSUL**

O MERCOSUL, ou Mercado Comum do Sul, é um tratado de livre comércio da América Latina. Sua estrutura básica é composta pelo Conselho de Mercado Comum (órgão deliberativo máximo) e pelo Grupo do Mercado Comum (órgão executivo), que, por sua, vez, se divide em diferentes subgrupos de trabalho.

A CVM é membro da Comissão de Mercado de Capitais do subgrupo de trabalho 4 (assuntos financeiros) coordenado pelo Banco Central do Brasil. Essa comissão harmonizou os padrões de regulação mínima para a região. A atuação da CVM se dá também no subgrupo de Investimentos (SGT-12).

## *ECG – Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds*

O ECG é um grupo composto pelos encarregados da supervisão de fundos de investimento nos órgãos reguladores de mercados desenvolvidos, reúnem-se anualmente com o objetivo de discutir questões que afetam o desenvolvimento e a regulação dos mecanismos de investimentos coletivos, bem como os avanços da indústria e da regulação de fundos de investimento em cada país-membro.

Os membros originais do ECG são os 12 países da Comunidade Europeia e os países não europeus membros do G-10, totalizando 17 países (Alemanha, Bélgica, Canadá (Ontário e Quebec), Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Japão, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça).

Para ingressar no grupo, a CVM elaborou um extenso estudo sobre a indústria de fundos brasileira. Após um rigoroso exame desse estudo, e considerando o tamanho, o grau de regulação e a qualidade da supervisão da indústria de fundos no Brasil, comparáveis aos dos países membros, a CVM foi aceita como membro do ECG. A primeira reunião em que a CVM participou ocorreu em 1996.

## **2** VALORES MOBILIÁRIOS

## 2. Valores Mobiliários

Conhecer de antemão as principais características dos ativos financeiros disponíveis em um mercado facilita ao investidor planejar a alocação de seus investimentos naqueles que melhor se ajustem aos seus objetivos, prazo e perfil de risco. No mercado de capitais esses ativos são chamados de valores mobiliários.

Neste capítulo serão apresentados alguns desses valores mobiliários e suas principais características. Antes, porém, será feita uma introdução sobre o conceito de valor mobiliário. Essa discussão torna-se importante na medida em que a caracterização de um título como valor mobiliário o submete às regras e à fiscalização da CVM, com significativa mudança na forma como esses títulos podem ser ofertados e negociados no mercado.

São valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Originalmente, a Lei 6.385/76 conceituou valor mobiliário de forma bastante restritiva. O legislador simplesmente listou o que se deveria considerar como valor mobiliário e outorgou ao Conselho Monetário Nacional competência para alterar a lista, quando necessário.

Com o tempo, a lei e a regulamentação incluíram no rol de valores mobiliários diversos outros títulos e contratos de investimento. Mesmo assim, embora tenha funcionado com sucesso durante vários anos, esse conceito mais restrito começava a se mostrar ineficiente frente à crescente criatividade no lançamento de novos produtos financeiros. Por essa razão, foi editada a Medida Provisória 1.637/98, posteriormente convertida na Lei 10.198/01, que procurou conceituar valor mobiliário de forma mais ampla, com o intuito de abranger boa parte das modalidades de captação pública de recursos.

De acordo com essa nova definição, “são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

A Lei 10.303/2001 incorporou esse conceito ao artigo 2º da Lei 6.385/76, que atualmente vigora com a seguinte redação:

*Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;*

*II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;*

*III - os certificados de depósito de valores mobiliários;*

*IV - as cédulas de debêntures;*

*V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;*

*VI - as notas comerciais;*

*VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;*

*VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e*

*IX - 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.*

*§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:*

*I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;*

*II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.*

Dessa forma, pode-se dizer que são valores mobiliários:

- ✓ todos os listados nos incisos I ao VIII do artigo 2º da Lei 6.385/76;
- ✓ quaisquer outros criados e assim definidos por lei ou regulamentação específica, como os certificados de recebíveis imobiliários - CRI's, os certificados de

- ✓ investimentos audiovisuais e as cotas de fundos de investimento imobiliário – FII, entre outros; e
- ✓ quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que se enquadrem no inciso IX da Lei, conforme citado acima.

É importante destacar que a lei expressamente retira da lista de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade das instituições financeiras, exceto as debêntures.

Portanto, se a captação é feita por entes governamentais ou por instituições financeiras, com a responsabilidade destas, em geral esses títulos não estão sob a tutela da CVM. Mesmo assim, considerando a importância desses ativos para o mercado financeiro e para a indústria de fundos de investimento, optamos por apresentar alguns deles ao final deste capítulo.

## 2.1. Títulos Emitidos por Companhias

---

### 2.1.1. Ações

Ação é a menor parcela do capital social das companhias ou sociedades por ações. É, portanto, um título patrimonial e, como tal, concede aos seus titulares, os acionistas, todos os direitos e deveres de um sócio, no limite das ações possuídas.

Como o “acionista” é também “sócio” do negócio, estes dois termos serão utilizados como sinônimos neste livro, em relação às sociedades por ações.

Uma ação é um valor mobiliário, expressamente previsto em lei, como já conceituado. No entanto, apesar de todas as companhias ou sociedades por ações terem o seu capital dividido em ações, somente as ações emitidas por companhias registradas na CVM, chamadas companhias abertas, podem ser negociadas publicamente no mercado de valores mobiliários.

Atualmente, as ações são predominantemente escriturais, sem emissão de certificado físico, mantidas em contas de depósito, em nome dos titulares e em instituição contratada pela companhia para a prestação desse serviço, em que a propriedade é

comprovada através de extrato de posição acionária. As ações devem ser sempre nominativas, não mais sendo permitida, desde 1990, a emissão e a negociação de ações ao portador ou endossáveis.

### *O que os acionistas ganham por serem sócios*

A principal forma de participação dos acionistas nos resultados da companhia é por meio do recebimento de dividendos, de juros sobre o capital próprio e de bonificações. Esses pagamentos são realizados conforme o desempenho financeiro da empresa: se ela tem lucro, em geral há a distribuição de parte desses ganhos para os sócios. O percentual desse lucro e o valor final que será direcionado aos acionistas varia conforme uma série de fatores, incluindo, entre outros, a necessidade de investimentos para cumprir o plano de crescimento da empresa, o caixa disponível para a realização desse desembolso financeiro e os valores mínimos determinados pelo Estatuto Social da companhia.

**Estatuto Social:** é o documento que dá origem à sociedade e que a rege durante toda sua vida. Ele especifica as principais características da sociedade, como qualificação, tipo jurídico, denominação, localização, objeto social, forma de integralização e valor do capital social, data de encerramento do exercício social, regras que devem ser cumpridas por administradores e acionistas, entre outros.

Um pouco menos conhecida, mas também uma forma de remuneração, é a venda do chamado “direito de subscrição”, também conhecido como “direito de preferência”. No caso de emissão de novas ações por parte da companhia, os atuais acionistas recebem o direito<sup>1</sup> de subscrever prioritariamente essas ações, pelo preço de emissão e na proporção das ações já possuídas. Caso não tenha interesse em realizar a subscrição, é possível vender esse direito no mercado.

---

1. O artigo 172, da Lei 6404/76 prevê algumas hipóteses de exclusão desse direito, conforme transscrito abaixo:

“Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante:I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263. Parágrafo único. O estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais.”

Os acionistas podem ganhar também com a possível valorização do preço das ações. Entretanto, não há garantia de valorização. Ao contrário, o preço está sujeito a uma série de fatores internos e externos. Ele depende não só do desempenho da própria companhia, mas também das perspectivas para o setor em que ela atua e para a economia de uma forma geral. Em casos extremos, as ações podem, inclusive, perder totalmente seu valor, como é o caso, por exemplo, da liquidação de uma companhia (falência), em que todo o patrimônio seja usado para quitar as dívidas existentes.

Como pode ser observado, o resultado de um investimento em ações depende fundamentalmente da gestão da companhia e das condições gerais da economia. Portanto, esse tipo de investimento é considerado como de renda variável e está sujeito ao risco de mercado inerente aos negócios empresariais e à economia.

A legislação brasileira admite a existência de diferentes espécies e classes de ações e, por isso, alguns direitos, especialmente os relacionados aos dividendos e direitos de voto, podem não ser iguais para todos os acionistas. Abaixo, uma breve descrição das diferentes espécies. Este livro dedica um capítulo a companhias, em que o assunto sobre ações e acionistas será retomado com mais detalhes.

### *Espécies de Ações*

As ações podem ser de diferentes espécies, conforme os direitos que concedem a seus acionistas. O Estatuto Social das companhias define as características de cada espécie de ações, que podem ser:

- ✓ **Ação Ordinária (ON):** Sua principal característica é conferir ao seu titular direito a voto nas assembleias de acionistas. A Lei nº 14.195, de 2021, introduziu a possibilidade de haver mais de uma classe de ações ordinárias em Companhias Abertas, para atribuição de voto plural (limitado a 10 votos por ação ordinária) e desde que a criação da classe ocorra previamente à negociação em mercados organizados de valores mobiliários.
- ✓ **Ação Preferencial (PN):** Normalmente, o Estatuto retira dessa espécie de ação o direito de voto. Em contrapartida, concede outras vantagens, tais como prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso de capital. As ações preferenciais podem ser divididas em classes, tais como, classe “A”, “B” etc. Os direitos de cada classe constam do Estatuto Social.

## 2.1.2. Debêntures

As debêntures são títulos de dívida emitidos por sociedades por ações e que conferem aos seus titulares direitos de crédito contra a companhia emissora. Por definição da Lei 6.385/76, são valores mobiliários.

São instrumentos de captação de recursos no mercado de capitais que as empresas utilizam para financiar seus projetos ou gerenciar suas dívidas. Os recursos captados pela empresa por meio da distribuição de debêntures podem ter diferentes usos: investimentos em novas instalações, alongamento do perfil das dívidas, financiamento de capital de giro etc.

O investidor que adquire debêntures (ou debenturista), ao disponibilizar seus recursos para serem utilizados pela companhia, faz jus ao recebimento de uma remuneração, conforme condições pré-estabelecidas.

Ao adquirir debêntures, o investidor não está virando sócio da companhia, como acontece com as ações. Na verdade, o debenturista está emprestando dinheiro para a companhia, que se compromete a devolver os valores emprestados e pagar juros por esta operação, conforme prazos e condições previamente combinados.

Desta forma, a debênture é um título de crédito privado de renda fixa em que os debenturistas são credores da empresa e esperam receber juros periódicos e o pagamento do principal – correspondente ao valor unitário da debênture – no vencimento do título ou mediante amortizações, conforme estipulado em um contrato específico chamado “Escritura de Emissão”.

Em regra, a competência para deliberar sobre a emissão de debêntures é privativa da assembleia geral de acionistas, que deverá fixar as condições e critérios da emissão. Entretanto, na companhia aberta, o conselho de administração poderá deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, respeitadas as condições estatutárias. Além disso, o estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a deliberar sobre emissão de debêntures conversíveis em ações, desde que dentro do limite de capital autorizado e respeitadas as condições estabelecidas em lei.

Uma mesma emissão de debêntures pode ter várias séries, de forma a adequar o recebimento dos recursos às necessidades da empresa.

## *Condições*

Na emissão de debêntures, é obrigatória a elaboração de um documento chamado “Escritura de Emissão”, onde são especificados os direitos e deveres dos debenturistas e da emissora.

A escritura de emissão de debêntures distribuídas ou admitidas à negociação no mercado terá obrigatoriamente a intervenção de um “Agente Fiduciário” dos debenturistas, que poderá ser uma pessoa física que atenda aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia, ou instituição financeira que tenha por objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros.

O Agente Fiduciário representa os interesses dos debenturistas, verificando o cumprimento das condições pactuadas na Escritura, além de ser responsável pela elaboração de relatórios de acompanhamento.

Outros agentes também participam da emissão e distribuição das debêntures, tais como a instituição líder, os intermediários contratados, um banco mandatário e escriturador, auditores independentes e consultores legais.

Nas ofertas públicas de distribuição de debêntures (registradas na CVM), todas as informações relativas à emissão são encontradas no Prospecto de Distribuição, o qual é disponibilizado aos investidores durante a oferta. Esse Prospecto deve seguir a Resolução CVM 160/22.

No entanto, as debêntures podem também ser distribuídas na modalidade conhecida como “registro automático de distribuição”, conforme a Resolução CVM 160/22, que são sujeitas a regras mais simples, porém seguindo algumas restrições, tais como serem exclusivas para investidores profissionais, ou ainda, caso o objetivo seja captar junto ao público em geral, que o requerimento de registro tenha sido previamente analisado por entidade autorreguladora autorizada pela CVM nos termos do artigo 26 da referida Resolução.

São considerados investidores profissionais: instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades fechadas e abertas de previdência complementar; fundos de investimento; clubes de investimentos que tenham a carteira gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM; agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos

próprios; investidores não residentes; e pessoas físicas ou jurídicas que possuam mais dez milhões de reais em investimentos financeiros e que atestem por escrito a sua condição de investidor profissional.

### *Direitos e resgate*

Os debenturistas são credores da Companhia e são remunerados pelo investimento (juros fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia, prêmio etc.), nas condições e prazos definidos na Escritura de Emissão, além da quantia relativa ao valor investido, que pode ser recebida no vencimento ou antes, mediante amortização do valor nominal da debênture.

O vencimento da debênture ocorre na data fixada na escritura, que pode variar conforme as condições de emissão, podendo a companhia estipular amortizações parciais de cada série, bem como se reservar o direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos de mesma série. No entanto, há um tipo especial de debênture, chamada de “Perpétua”, que não possui data de vencimento pré-estabelecida e que paga somente os juros, porém por tempo indeterminado.

A Lei 14.711/23 passou a permitir expressamente o desmembramento dos fluxos financeiros de juros e de principal das debêntures (stripping), o que permite maior flexibilidade para atender aos diferentes perfis de investidores e, potencialmente, favorece a liquidez no mercado secundário de debêntures, uma vez que possibilita que juros e principal sejam negociados separadamente, prática essa que já existe no mercado internacional. Nos casos em que houver referido desdobramento, o cômputo dos votos dos debenturistas no âmbito das assembleias ocorrerá pelo direito econômico proporcional possuído pelo respectivo debenturista.

Ainda, essa mesma legislação passou a prever a possibilidade de a CVM, em emissões de debêntures de companhias abertas e cuja propriedade das debêntures esteja dispersa no mercado, aprovar a redução do quórum mínimo necessário previsto em lei para aprovar modificação nas condições das debêntures, que, nos termos da legislação vigente, é equivalente à metade das debêntures em circulação. Tal medida visou permitir que as empresas promovam alterações em determinadas condições previstas nas Escrituras de Emissão, a fim de melhorar a liquidez da sociedade emissora, procurando assegurar maior qualidade creditícia às debêntures em benefício dos próprios investidores.

Caso previsto na Escritura, e com a concordância dos debenturistas e da Companhia, as condições definidas na emissão podem ser repactuadas.

### *Garantias*

A emissão da debênture poderá ser efetuada com ou sem garantias. No caso da emissão com garantia, temos:

- ✓ Garantia Real: envolve o comprometimento de bens ou direitos que não poderão ser negociados sem a aprovação dos debenturistas, para que a garantia não fique comprometida.
- ✓ Garantia Flutuante: assegura privilégio geral sobre o ativo da emissora, mas não impede a negociação dos bens que compõem esse ativo.

Existem dois tipos de emissões sem garantia: as Quirografárias (debênture sem privilégio) e as Subordinadas. Em ambos os casos, o debenturista não terá nenhuma garantia ou preferência no caso de liquidação da companhia.

Ressalte-se ainda que, em caso de liquidação da companhia, no pagamento de suas obrigações com os credores, as quirografárias precedem às subordinadas.

Vale ressaltar que, apesar de a lei ser omissa, a debênture é passível de ter garantia fidejussória: o aval ou a fiança, a ser dada na escritura de emissão.

### *Conversibilidade*

É a possibilidade de as debêntures serem convertidas em ações, podendo ser classificadas como:

- ✓ Simples: não podem ser convertidas em ações da companhia emissora;
- ✓ Conversíveis: possuem cláusula permitindo que sejam convertidas em ações ao término de prazo determinado ou a qualquer tempo, conforme estabelecido na escritura de emissão.

### *Debêntures Incentivadas e Debêntures de Infraestrutura*

A Lei 12.431/11 regulamenta as “debêntures incentivadas”, as quais devem ser emitidas por sociedade de propósito específico, tendo como objetivo a captação de recursos para a implementação de projetos de investimento na área de infraestrutura, ou

de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo Federal. O objetivo das “debêntures incentivadas” é fomentar o desenvolvimento do país mediante um potencial aumento de apetite por tais títulos, uma vez que, nos termos da Lei 12.431/11, os rendimentos auferidos pelos investidores dessas debêntures sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda às alíquotas de: (i) 0% (zero por cento), quando auferidos por pessoa física; e (ii) 15% (quinze por cento), quando auferidos por pessoa jurídica.

De forma semelhante, a Lei 14.801/24, que regulamenta as “debêntures de infraestrutura”, busca incentivar os investimentos no setor de infraestrutura e financiar sociedades de propósito específico, concessionárias, permissionárias, autorizatórias ou arrendatárias de serviços públicos que destinem os recursos obtidos com a emissão das debêntures à implementação de projetos de investimento em infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo. No entanto, sobretudo visando atingir investidores institucionais (como fundos de pensão, fundos de previdência aberta e instituições financeiras), diferentemente das “debêntures incentivadas”, no caso das “debêntures de infraestrutura”, o incentivo fiscal beneficia a emissora da debênture, que será responsável pelo desenvolvimento e implementação do projeto de infraestrutura, ao permitir que empresas emissoras possam deduzir da apuração do lucro líquido os juros pagos, além de ser possível deduzir 30% (trinta por cento) dos juros das debêntures na determinação do lucro real da base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). O objetivo é que, como os emissores terão um custo menor de financiamento, tal vantagem poderá ser revertida em remunerações mais atrativas para os investidores..

### 2.1.3. Bônus de Subscrição

Bônus de subscrição são títulos negociáveis emitidos por sociedades por ações, que conferem aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, o direito de subscrever ações do capital social da companhia, dentro do limite de capital autorizado no estatuto.

Os bônus de subscrição podem ser atribuídos, como vantagem adicional sem custo, aos subscritores de emissões de ações e debêntures. No entanto, a emissão pode também ser alienada, caso em que o investidor terá que pagar um preço por esse direito, para que, em futuras emissões, possa ter a preferência na subscrição.

Em regra, a decisão pela emissão dos bônus de subscrição compete à assembleia-geral, mas o estatuto da companhia pode atribuí-la ao conselho de administração. Os acionistas da companhia têm preferência para subscrever a emissão de bônus.

Os bônus de subscrição não se confundem com os direitos de subscrição. Estes são os direitos que a Lei confere aos acionistas para subscrever ações (ou títulos conversíveis) em novas emissões. Portanto, em uma nova emissão de ações, debêntures conversíveis em ações ou mesmo bônus de subscrição, os acionistas têm preferência para subscrever a emissão por um determinado período. Durante esse período, o direito pode ser negociado, mas, ao fim do prazo estipulado, caso não tenha sido exercido, ele é extinto.

#### 2.1.4. Notas Promissórias e Notas Comerciais Escriturais

Nota promissória, ou commercial paper, ou nota promissória comercial, é um título de crédito que representa uma promessa de pagamento do emissor (devedor) a determinado favorecido (credor), de certo valor em certa data. É um documento negociável, representativo de uma dívida ou direito a receber. Podem ser emitidas como simples promessa de pagamento de uma dívida, como garantia de contratos de empréstimos, ou também para captação de recursos financeiros pelas empresas.

O Conselho Monetário Nacional, pela Resolução 1723/90, definiu como valores mobiliários as notas promissórias emitidas por sociedades por ações, destinadas à oferta pública.

Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários regulamenta a matéria. A Resolução 163/2022, além de dispor sobre a oferta pública de distribuição de notas promissórias, prevê também a possibilidade de emissão desses títulos por sociedades limitadas e cooperativas do agronegócio, bem como: a sujeição das ofertas públicas destinadas exclusivamente a investidores qualificados ao rito automático de registro (conforme se verá mais adiante), sem a necessidade de elaboração e divulgação de prospecto, mas tão somente de lâmina, cujo modelo consta da própria Resolução; e a possibilidade de revenda das notas promissórias ao público em geral decorrido 6 (seis) meses do encerramento da oferta..

Portanto, como valores mobiliários, as notas promissórias são títulos emitidos publicamente por sociedades por ações, sociedades limitadas e cooperativas do agronegócio, que conferem a seus titulares direitos de crédito contra a companhia, observadas

as características previstas na regulamentação da CVM.

Diferenciam-se das debêntures especialmente no que se refere ao prazo da emissão: como regra geral, as notas promissórias devem ter prazo máximo de 360 dias, enquanto as debêntures costumam ter prazos mais longos. No entanto, com vistas a permitir que emissores que não dispõem de instrumentos de dívida bem consolidados, como é o caso de sociedades limitadas, recorram às notas promissórias para captar recursos por um prazo maior, a norma da CVM não exige o prazo máximo de emissão de 360 dias para as notas promissórias que tenham sido objeto de oferta pública de distribuição exclusivamente para investidores profissionais e que, cumulativamente, contem com a presença de agente contratado para representar e zelar pela proteção dos interesses e direitos dos titulares das notas promissórias.

Já as notas comerciais escriturais, e que podem ser emitidas por sociedades por ações, sociedades limitadas e sociedades cooperativas e cuja deliberação pela emissão é de competência dos órgãos de administração, quando houver, ou do administrador do emissor, observado o que dispuser a respeito o respectivo ato constitutivo, são títulos de dívida regidos pela Lei nº 14.195/21 e cujas ofertas devem observar as regras relativas a outros valores mobiliários representativos de dívida dispostas na Resolução CVM 160/22.

## 2.2. Fundos de Investimento

---

Fundos de Investimento são condomínios constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes. Constituem-se num mecanismo organizado, com a finalidade de captar e investir recursos no mercado financeiro, transformando-se numa forma coletiva de investimento, com vantagens, sobretudo, para o pequeno investidor individual.

Os Fundos, por meio da emissão de cotas, reúnem aplicações de vários indivíduos para investimento em carteiras de ativos financeiros disponíveis nos mercados financeiro e de capitais. As cotas dos fundos são valores mobiliários, conforme Lei 6.385/76.

Em virtude da diversidade de ativos financeiros existentes, os fundos de investimento são divididos em categorias, conforme os tipos de ativos que poderão compor sua car-

teira, o que facilita a identificação do perfil de investimento do fundo. Os fundos são regidos por um regulamento e têm na assembleia-geral seu principal fórum de decisões.

Este livro possui um capítulo dedicado aos fundos de investimento, em que as suas principais características serão estudadas.

## 2.3. Clubes de Investimento

---

Clube de Investimento é uma comunhão de recursos de no mínimo 3 e no máximo 50 pessoas físicas, para investimento em títulos e valores mobiliários. É, portanto, um instrumento de investimento coletivo no mercado de capitais, porém mais restrito que um Fundo de Investimento.

Os clubes foram planejados para ser uma forma de introdução do pequeno investidor ao mercado de capitais. Para isso, foram desenvolvidas normas de constituição e funcionamento mais simples e flexíveis, como a dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários. Além disso, a gestão da carteira do clube pode ser realizada por um ou mais cotistas, eleitos pela assembleia geral, observadas algumas vedações da norma. Dessa forma, ao permitirem um maior envolvimento do cotista, os clubes de investimento facilitam o aprendizado sobre as técnicas de gestão de carteira e da dinâmica do mercado.

Por outro lado, para evitar que mecanismos de investimento com características mais parecidas com fundos venham a se constituir como clube exclusivamente para se eximir de certas exigências regulamentares, o que poderia colocar o investidor em risco, estabeleceram-se algumas salvaguardas nas normas dos clubes, como o já citado limite ao número de cotistas do clube.

O Clube de Investimento tem critérios para a escolha das ações que farão parte da sua carteira. Esses critérios são conhecidos como “política de investimento” e são usados para escolher as ações que comporão a carteira do Clube.

Os clubes são utilizados, em geral, por grupos de amigos, familiares, colegas de trabalho ou pessoas com objetivos comuns, como forma de aplicação em conjunto das suas economias no mercado de capitais. Os grupos podem reunir-se periodicamente para debater as melhores oportunidades de investimento, permitindo a participação,

o controle e o aprendizado por todos.

O clube deve ser administrado por sociedade corretora, sociedade distribuidora, banco de investimento ou banco múltiplo com carteira de investimento, que é responsável pelo conjunto de atividades e de serviços relacionados direta e indiretamente ao seu funcionamento e manutenção.

Assim como nos fundos, o patrimônio do clube de investimento é dividido em cotas. Essas cotas são valores mobiliários, conforme estabelecido na Lei 6.385/76, estando, assim, sujeitas à regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários.

Ao aplicar seus recursos em um clube, portanto, o investidor se torna um cotista. O retorno dependerá da valorização das cotas, o que, por sua vez, dependerá da valorização dos ativos que compõem a carteira do clube.

O clube só pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem requerer o resgate de suas cotas, de acordo com as condições estabelecidas no estatuto. O seu funcionamento obedece a normas da CVM, da B3 e a um estatuto social próprio, que determina seus principais aspectos e só pode ser alterado, salvo algumas exceções, por decisão dos participantes em assembleia geral, que têm poderes para decidir sobre todas as matérias relativas aos interesses do clube.

A gestão da carteira do clube pode ser realizada pelo próprio administrador, se autorizado pela CVM a exercer essa atividade e eleito pela assembleia geral; por pessoas naturais ou jurídicas contratadas pelo administrador, desde que autorizados a exercer a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM; ou ainda por um ou mais cotistas, eleitos pela assembleia geral, desde que atendidas as condições estabelecidas na regulamentação.

A carteira dos clubes de investimento deve ser composta por, no mínimo, 67% 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, respeitadas as regras emitidas pela CVM e pelas entidades administradoras de mercados organizados. Nenhum cotista pode ser titular de mais de 40% do total das cotas do clube.

## 2.4. Brazilian Depositary Receipts

---

*Brazilian Depositary Receipts* (BDRs), ou certificado de depósito de valores mobiliários, é um valor mobiliário emitido no Brasil que representa outro valor mobiliário emitido por companhias abertas (ou assemelhadas) com sede no exterior. A instituição que emite o BDR no Brasil é chamada de instituição depositária.

A regulamentação dos BDR é dada pela Resolução CVM 182/23, que classifica os programas de BDR nos níveis I, II e III e determina a necessidade de registro na CVM. Os níveis são definidos conforme as características de divulgação de informações, distribuição e negociação, e a existência, ou não, de patrocínio das empresas emissoras dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito. São termos fundamentais para a compreensão dos BDR:

- ✓ Instituição custodiante: a instituição, sediada no país em que são negociados os valores mobiliários, autorizada por órgão similar à CVM a prestar serviços de custódia.
- ✓ Instituição depositária: a instituição que emitir, no Brasil, o correspondente certificado de depósito, com base nos valores mobiliários custodiados no exterior.
- ✓ Empresa patrocinadora: a companhia aberta ou assemelhada, com sede no exterior, emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, e que esteja sujeita à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM.

### O que é um Programa de BDR?

Uma instituição depositária adquire, no exterior, ações de uma companhia emissora e as mantém em conta de custódia. Em seguida registra na CVM um programa para distribuição dos BDR, os certificados de depósito de ações que, apesar de negociados no Brasil, representam ações de uma empresa no exterior. A instituição depositária deve cumprir as exigências específicas do tipo de programa e comprometer-se a divulgar as informações exigidas nas normas, conforme o nível de classificação do programa.

Considera-se patrocinado o programa de BDR instituído por uma única instituição depositária, contratada pela própria companhia emissora dos valores mobiliários objeto do certificado. Por outro lado, o programa não patrocinado é aquele instituído pela instituição depositária sem um acordo com a companhia estrangeira emissora.

### *BDR Nível I*

Os BDRs Patrocinados nível I são dispensados do registro de companhia na CVM e podem ser negociados em segmentos específicos de BDRs nível I em mercados de balcão organizado ou bolsa de valores.

A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, todas as informações que a companhia emissora está obrigada a divulgar em seu país de origem, além de:

*I – fatos relevantes e comunicações ao mercado;*

*II – editais de convocação das assembleias dos titulares de valores mobiliários que servem como lastro para os BDR;*

*III – avisos aos titulares dos valores mobiliários que servem como lastro para os BDR;*

*IV – deliberações de assembleias e de reuniões do conselho de administração, ou de órgãos societários com funções equivalentes, de acordo com a legislação vigente no país da sede do emissor dos valores mobiliários que servem como lastro para os BDR; e*

*V – demonstrações financeiras do emissor, sem a necessidade de conversão em reais ou de conciliação com as normas contábeis em vigor no Brasil.*

A distribuição por oferta pública dos BDR Nível I, caso ocorra, deve ser destinada a investidores profissionais, nos termos da Resolução CVM 160/22, hipótese na qual a negociação deve obrigatoriamente ocorrer em segmentos específicos para BDR Nível I de entidade de mercado de balcão organizado ou bolsa de valores.

### *BDR Níveis II e III*

Os BDR patrocinados nível II e III caracterizam-se por exigir registro da companhia emissora na CVM e serem admitidos à negociação em mercados de balcão organizado ou bolsa de valores. A diferença entre eles é que a distribuição por oferta pública do BDR patrocinado nível II só pode

ser destinada a investidores profissionais, nos termos da Resolução CVM 160/22, enquanto no BDR Nível III não há essa restrição. No entanto, a depender do lastro do BDR, tipo de oferta pública (inicial ou subsequente) e de seu nível, a oferta poderá ou não estar sujeita à análise prévia da CVM podendo ou não ser realizada de forma automática. Abaixo elencamos os casos em que a análise prévia pela CVM é dispensada:

- ✓ BDR Patrocinado Nível III com lastro em ações, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários de emissores em fase oferta pública subsequente destinada:
  - a) exclusivamente a investidores profissionais;
  - b) exclusivamente a investidores qualificados; ou
  - c) inclusive ao público investidor em geral quando o requerimento de registro for previamente analisado por entidade autorreguladora autorizada pela CVM;
- ✓ Oferta pública subsequente de distribuição de certificados de depósitos de valores mobiliários no âmbito de Programa de BDR Patrocinado Níveis I e II com lastro em ações; e
- ✓ distribuição com lastro em valores mobiliários representativos de dívida, destinada exclusivamente a investidores profissionais

O emissor estrangeiro que patrocine programa de certificados de depósito de ações, BDR Níveis II ou III, deve obter o registro na categoria A ou B, conforme as regras da Resolução CVM 80/22, que dispõe sobre o registro de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados regulamentados. Além disso, a mesma norma estabelece algumas regras especiais para os emissores de ações que lastreiem BDR, bem como as regras para que o emissor estrangeiro obtenha o registro de emissor:

- ✓ ser um emissor estrangeiro há mais de 18 (dezoito) meses; e
- ✓ nos 18 (dezoito) meses anteriores: (i) ter mantido ininterruptamente ao menos 10% das ações representativas de seu capital social em circulação; e (ii) ter mantido, na soma do volume financeiro de negociação no exterior de ações e de certificados de depósito de valores mobiliários lastreados em ações, montante médio diário igual ou superior a R\$10.000.000,00.

Entretanto, os emissores registrados na CVM como estrangeiros antes de 31 de dezembro de 2022 ficaram dispensados da comprovação desse enquadramento para fins de registro de oferta pública de distribuição de BDR e programas de BDR.

### *BDR Não Patrocinado*

A regulamentação prevê ainda a existência do BDR não patrocinado, que é o programa instituído por uma ou mais instituições depositárias emissoras de certificado no Brasil, sem um acordo com a companhia estrangeira emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, somente admitindo negociação nos moldes do BDR Patrocinado Nível I.

### *Depositary Receipts: Outros Mercados*

Assim como é possível a emissão e a negociação no Brasil de certificados representativos de valores mobiliários de emissores estrangeiros, os BDRs, também é possível a emissão e a negociação no exterior de certificados representativos de valores mobiliários emitidos por emissores brasileiros.

Os DRs, Depositary Receipts, são certificados representativos 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. São regulamentados pela Resolução CMN nº 4.373/14 e pela Resolução CMN nº 4.761/19.

Da mesma forma, diversos emissores no exterior também desenvolvem programas semelhantes, de maneira que, em cada mercado, os certificados negociados podem representar emissores de vários Países. De acordo com o mercado em que são negociados, os DRs recebem nomenclaturas específicas. Por exemplo, os ADRs, *American Depositary Receipts*, são negociados nos Estados Unidos, com lastro em ações de emissão de empresas não norte-americanas.

## 2.5. Certificado de Recebíveis

---

Os Certificados de Recebíveis (CR) são títulos de crédito nominativos, emitidos de forma escritural, de emissão exclusiva de companhia securitizadora, de livre negociação, constituindo promessa de pagamento em dinheiro (preservada a dação em pagamento). São assim definidos pela Lei 14.430/22, o “marco legal” da securitização na legislação brasileira.

Conforme indicado, o CR é de emissão exclusiva de companhias securitizadoras, definidas como instituições não financeiras, constituídas sob a forma de sociedade por ações, que têm por finalidade realizar operações de securitização. A Lei 14.430/22 define o conceito de operação de securitização como *“aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam”*.

Securitizar é transformar créditos a receber – como os provenientes das vendas a prazo nas atividades comerciais, financeiras ou prestação de serviços – em títulos negociáveis no mercado. O Certificado de Recebível Imobiliário, portanto, é uma securitização de direitos creditórios originados nos financiamentos imobiliários.

### *Certificados de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio*

Criados pela Lei 14.430/22, os CR podem ter como lastro direitos creditórios emergentes de quaisquer setores da economia. É importante destacar, no entanto, que os CR têm como precursores os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), cujo lastro deve ser composto, obrigatoriamente, por direitos creditórios imobiliários e direitos creditórios do agronegócio, respectivamente.

Os CRI foram introduzidos ao ordenamento jurídico brasileiro pela Lei 9.514/97, que disciplina o sistema de financiamento imobiliário e, os CRA, pela Lei 11.076/04, que disciplina o financiamento do agronegócio.

O Conselho Monetário Nacional, pela Resolução CMN 2.517/98, expressamente considerou os CRIs como valores mobiliários e, portanto, sujeitos à regulamentação e fiscalização da CVM. Portanto, ambos os títulos são regulamentados pela CVM, nos termos da Resolução CVM 60/21, que inclusive delimita as condições necessárias para a caracterização dos CRI e dos CRA. Os CRI e CRA recebem tratamento jurídico diferenciado no ordenamento jurídico brasileiro por conferirem aos investidores pessoa física que sejam seus titulares desses títulos isenção de imposto de renda.

A securitização pode ser estruturada em diferentes formatos. Em uma possível forma, o processo se inicia com um financiamento imobiliário, em que determinado cliente assume a obrigação de uma dívida. Essa dívida origina direitos creditórios à instituição financiadora. Em seguida, cria-se uma estrutura de securitização, como uma companhia securitizadora, que adquire os direitos creditórios com um desconto e os vincula à emissão de uma série de CRIs, que são lançados no mercado para captação de recursos junto aos investidores.

O banco, ao receber os pagamentos dos clientes, repassa esses valores à securitizadora, que, por sua vez, os utiliza para pagamento aos investidores dos CRIs. Todas as condições, assim como as características da operação, são lavradas em um termo de securitização.

## **2.6. Certificados de Potencial Adicional de Construção**

---

Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC) estão previstos na Lei 10.257/2001, que estabelece diretrizes gerais da política urbana. Tal Lei dispõe sobre a possibilidade de lei municipal específica delimitar área para aplicação de operações urbanas consorciadas (OUC), definidas como “conjunto de intervenções e medidas coordenadas pelo poder público municipal, com a participação dos proprietários, moradores, usuários permanentes e investidores privados, com o objetivo de alcançar em uma área transformações urbanísticas estruturais, melhorias sociais e a valorização ambiental”.

Nas OUC poderão ser previstas, como forma de atrair investimentos privados, entre outras medidas, a modificação de índices e características de parcelamento, uso e ocupação do solo e subsolo, bem como alterações das normas de edificações, con-

siderado o impacto ambiental delas decorrente, ou a regularização de construções, reformas ou ampliações executadas em desacordo com a legislação vigente. Ou seja, criam-se direitos de construir ou utilizar imóveis acima dos padrões previstos pela legislação vigente de uso e ocupação do solo ou regularizar obras em desacordo com esses padrões. Esses direitos são chamados de Direitos Adicionais de Construção.

Os municípios podem conceder esses direitos a interessados mediante o pagamento de uma contraprestação, representada pela aquisição de um certificado, o Certificado de Potencial Adicional da Construção, ou CEPAC.

Assim, a emissão de CEPAC é uma alternativa do município para captação de recursos a serem aplicados em investimentos públicos de revitalização ou reestruturação de determinada área da cidade. Os investidores privados fornecedores dos recursos recebem, em contrapartida, os direitos adicionais de construção, representados pelo certificado e estruturados e delimitados na lei específica que instituir as OUC.

Decisão do Colegiado da CVM, em 2003, entendeu que, quando ofertados publicamente, os CEPAC são caracterizados como valores mobiliários e, portanto, sujeitos à regulamentação e fiscalização da autarquia. No mesmo ano, a CVM editou a Resolução CVM 84/2022, que regulamenta o registro, a distribuição e a negociação dos CEPAC.

Conforme a Resolução, nenhum CEPAC pode ser distribuído no mercado sem prévio registro na CVM da operação a que estiver vinculado. Além disso, deve haver a emissão de prospecto, contendo os dados básicos da operação e a quantidade de CEPAC para alienação. O Município, em conjunto com a instituição líder da distribuição poderá requerer o registro de distribuição pública para realização do leilão de CEPAC.

Interessante notar que os CEPAC não geram direito de crédito e nem de participação contra o município emissor. Geram tão somente o direito inerente ao certificado, que pode ser repassado ou utilizado dentro das condições do plano que o criou. Ou seja, não são nem títulos de dívida e nem de capital. Os CEPAC são valores mobiliários com características bastante peculiares.

## 2.7. Contratos de Investimento Coletivos

---

O contrato de investimento coletivo pode ser entendido como o instrumento utilizado para captação de recursos dos investidores, para aplicação em determinado empreendimento, a ser implantando e gerenciado exclusivamente pelo empreendedor, com a promessa de distribuir entre os investidores os lucros do empreendimento.

Conforme inciso IX, artigo 2º, da Lei 6.385/76, são valores mobiliários, “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Essa definição foi incluída em 2001, pela Lei 10.303. Com essa alteração, pode-se dizer que os conceitos de valor mobiliário e contrato de investimento coletivo ficaram bastante próximos, embora não representem a mesma coisa. A adoção de um conceito mais amplo para valor mobiliário e, especialmente, a citação expressa a contrato de investimento coletivo, foi realizada justamente para submeter tais contratos ao poder de regulamentação e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários.

Essas alterações foram necessárias porque, na falta de clareza na regulamentação para esses contratos, algumas ofertas de investimentos coletivos vinham sendo realizadas no mercado sem qualquer tipo de registro ou acompanhamento. Os investidores, chamados de parceiros, aplicavam seus recursos em empreendimentos com a promessa de receberem parte dos lucros em prazo determinado. Entretanto, por falta de acompanhamento e fiscalização, vários empreendimentos mostraram-se incapazes de gerar os lucros inicialmente prometidos, causando prejuízos a milhares de investidores.

A partir da nova regulamentação, os contratos de investimento coletivos passaram a se sujeitar à regulamentação e à fiscalização da CVM, que passou a exigir o registro dos emissores e das distribuições públicas, com todas as regras de divulgação de informações daí decorrentes, permitindo maior transparência para os investidores.

### 2.7.1. Crowdfunding de investimento

*Crowdfunding* é um modelo de financiamento coletivo. Funciona como uma espécie

de “vaquinha” virtual para a idealização de projetos. Nas formas mais tradicionais, os contribuintes disponibilizam seus recursos sem interesse em obter retorno financeiro, em modalidades como as de doações ou recompensas, que não apresentam características de mercado financeiro.

No entanto, esse modelo evoluiu, e tem sido cada vez mais comum estruturas em que as empresas, para captar recursos, se utilizam de plataformas na internet para apresentar uma ideia, projeto ou negócio como oportunidade de investimento a potenciais “contribuintes”, oferecendo, em troca dos recursos aportados, títulos de participação (*equity crowdfunding*) ou valores mobiliários em geral (*investment-based crowdfunding*).

Trata-se, portanto, de uma evolução do *crowdfunding*, mas agora com características marcantes de mercado financeiro. Nessa modalidade de investimento passou a ser conhecido como *crowdfunding* de investimento, sujeito à regulamentação da CVM, atualmente regulada pela Resolução CVM 88/22.

As ofertas públicas desses valores mobiliários só podem ser realizadas por sociedades empresárias de pequeno porte, assim entendidas aquelas constituídas no Brasil, com receita bruta anual de até R\$ 40.000.000,00, e que não sejam registradas como emissores de valores mobiliários na CVM. Essas ofertas ficam automaticamente dispensadas de registro na CVM, desde que, entre outras exigências: para um valor alvo máximo de captação não superior a R\$ 15.000.000,00 (quinze milhões de reais); prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias; e que seja garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo, 5 (cinco) dias contados a partir da confirmação do investimento.

Os investidores podem participar desse tipo de oferta aplicando no máximo R\$ 20.000,00 (vinte mil reais) por ano-calendário, a menos que seja considerado investidor qualificado, ou investidor líder, nos termos da RCVM 88/22, ou ainda caso a sua renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), hipótese em que o limite anual passa a ser de até 10% (dez por cento) do maior destes dois valores por ano-calendário.

A oferta pública deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo, pessoa jurídica registrada na CVM com autorização para exercer esse tipo de atividade, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente

virtual de encontro entre investidores e emissores. A plataforma deve destinar uma página na rede mundial de computadores com informações essenciais mínimas sobre a oferta pública. Deve ainda preparar um material didático visando orientar os interessados neste tipo de oferta.

Além disso, a plataforma deve estabelecer contratualmente as informações que a sociedade empresária de pequeno porte se compromete a divulgar, com indicação da sua periodicidade e da data-limite para disponibilização, e o dever de comunicar à plataforma: encerramento das atividades; alteração no objetivo do plano de negócios que consta das informações essenciais da oferta; ou qualquer fato estipulado em cláusula contratual referente a pagamento ou a vencimento antecipado, ou que possa acarretar o exercício de qualquer outro direito pelos titulares dos valores mobiliários ofertados.

A regulamentação da CVM prevê ainda a possibilidade de as plataformas de investimento admitirem no seu ambiente eletrônico o agrupamento de investidores apoiadores de um investidor líder em um sindicato de investimento participativo para fins de participação nessas ofertas públicas.

## 2.8. Outros Investimentos

---

A seguir serão listados alguns investimentos que, apesar de não serem valores mobiliários, são bastante conhecidos. Como eles não estão diretamente ligados ao Mercado de Capitais, estão fora do objetivo principal deste livro, motivo pelo qual serão abordados de forma bastante breve.

### 2.8.1. Caderneta de Poupança

A Caderneta de Poupança, ou somente Poupança, é o tipo de investimento considerado mais tradicional e seguro. Permite que investidores mais conservadores apliquem seus recursos sem correr grandes riscos, embora eles existam. Quase todos os bancos comerciais oferecem essa modalidade de investimento e não é preciso ser correntista para investir.

Tradicionalmente, o rendimento da poupança sempre foi determinado pela variação da TR (Taxa Referencial) mais juros de 0,5% ao mês. Entretanto, as regras sofreram alteração em 04 de maio de 2012. Os depósitos realizados a partir dessa data, têm ren-

dimento vinculado à meta da taxa Selic determinada pelo Banco Central do Brasil. Se a meta para taxa básica de juros da economia for superior a 8,5%, vale a regra antiga. Por outro lado, se a meta Selic for igual ou menor que 8,5%, os juros da caderneta de poupança são reduzidos para 70% da Selic mais a TR.

### 2.8.2. CDB

O Certificado de Depósito Bancário (CDB) e o Recibo de Depósito Bancário (RDB) são títulos de renda fixa emitidos por bancos, nos quais o investidor “empresta” dinheiro para o banco e recebe em troca o pagamento de juros desse empréstimo. Ou seja, esses tipos de investimento envolvem uma promessa de pagamento futuro do valor investido, acrescido da taxa pactuada no momento da transação.

A diferença entre o CDB e o RDB é que o primeiro pode ser negociado antes do vencimento enquanto o segundo é inegociável e intransferível.

No caso do CDB, a negociação antes do vencimento implica a perda de parte da remuneração (devolução com deságio). Já o RDB pode ser rescindido em caráter excepcional desde que haja concordância com a instituição depositária. Nesse caso o valor investido é devolvido sem os juros.

### 2.8.3. Letra de Crédito Imobiliário e Letra Hipotecária

Letras de Crédito Imobiliário (LCI) são títulos de renda fixa emitidos por instituições financeiras, que conferem aos seus titulares direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária. As LCIs devem ser lastreadas por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária de coisa imóvel e só podem ser emitidos por Bancos Comerciais, Sociedades de Crédito Imobiliário, Bancos Múltiplos com carteira de crédito imobiliário, Companhias Hipotecárias, Caixa Econômica Federal, Associações de Poupança e Empréstimo e demais espécies de instituições financeiras que venham a ser autorizadas pelo Banco Central do Brasil a realizar operações de crédito imobiliário.

Letras Hipotecárias (LH) são títulos de crédito garantidos por créditos hipotecários, emitidos por instituições financeiras autorizadas a conceder créditos hipotecários, que conferem a seus titulares direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nelas estipulados.

Portanto, a diferença entre esses dois instrumentos financeiros está relacionada às

instituições que podem emitir-los e aos créditos que podem ser utilizados como lastro para as emissões.

#### 2.8.4. Letra Financeira

A Letra Financeira é um título de crédito de emissão exclusiva de instituições financeiras que consiste em “promessa de pagamento em dinheiro, nominativo, transferível e de livre negociação”, como definido na Lei nº 12.249/2010 e que possui características de um instrumento de captação de médio e longo prazo, como será adiante detalhado.

A crise financeira de 2008 evidenciou o fato de que as instituições financeiras podem sofrer sérias dificuldades de liquidez, capazes de afetar o funcionamento eficiente do mercado financeiro e da economia, especialmente em virtude do descasamento existente entre os seus ativos e passivos. No Brasil, apesar do excelente arcabouço prudencial, isso é ainda mais relevante, uma vez que essas instituições captam recursos a prazo principalmente pela emissão de Certificados de Depósito Bancário (CDB), que na maior parte dos casos possuem liquidez diária. Portanto, na prática, os bancos captam através de instrumentos de curto prazo (CDB) e emprestam a médio e longo prazo (financiamentos e empréstimos), causando um descasamento de prazos e dificultando a gestão da liquidez dos negócios da instituição, sobretudo em momentos de crise no mercado.

Esse risco poderia ser reduzido com a utilização de instrumento que permita às instituições financeiras captar recursos de médio e longo prazo, que lhes propicie gerenciar mais adequadamente, e com segurança jurídica, a sua liquidez. Essa foi a principal motivação para a criação da Letra Financeira, e demonstra a importância desse novo instrumento para o financiamento de projetos de longo prazo e para a promoção da estabilidade do sistema financeiro.

Estão autorizados a emitir Letra Financeira: os bancos múltiplos, os bancos comerciais, os bancos de desenvolvimento, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as caixas econômicas, as companhias hipotecárias, as sociedades de crédito imobiliário e o BNDES.

A Letra Financeira não pode ser emitida com valor unitário inferior a R\$ 300.000,00 (se contiver cláusula de subordinação) ou R\$ 50.000,00 (se não contiver cláusula de subordinação), e deve ter prazo mínimo de 24 meses (se não contiver cláusula de

subordinação) para o vencimento, vedado o resgate, total ou parcial, antes do vencimento pactuado, ou de 60 meses, se contiver cláusula de subordinação.

Devido às suas características, a Letra Financeira apresenta contornos semelhantes aos das debêntures, razão pela qual é informalmente chamada de “debênture dos bancos”, já que essas instituições financeiras não podem emitir tais títulos.

#### 2.8.5. Títulos Públícos

Os Títulos Públícos são emitidos pelo Governo Federal com o objetivo de captar recursos para o financiamento da dívida pública e das atividades governamentais (educação, saúde, etc.). O órgão responsável pela emissão e controle dos títulos e pela administração da dívida mobiliária federal é a Secretaria do Tesouro Nacional.

Há uma grande variedade de títulos públicos, cada um com características próprias em termos de prazos (vencimentos) e rentabilidade. Atualmente, o investidor conta com o serviço Tesouro Direto ([www.tesourodireto.com.br](http://www.tesourodireto.com.br)) pelo qual é possível comprar diretamente, pela internet, Títulos Públícos Federais do Tesouro Nacional.

# **3** FUNDOS DE INVESTIMENTO

# Fundos de Investimento

Fundo de Investimento é uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, constituído como condomínio de natureza especial, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em ativos financeiros, bens e direitos, de acordo com a regra específica aplicável à categoria de cada fundo.

A indústria de fundos no Brasil possui um volume de investimento bastante significativo, com mais de 8 trilhões de reais distribuídos em um total de mais de 30.000 fundos de investimentos.

O patrimônio líquido do fundo pertence aos investidores, na proporção de seus investimentos em relação a cada classe do fundo, e seu objetivo é de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes.

## *As Cotas*

Os fundos necessariamente possuirão ao menos uma classe de cotas, a qual será detentora dos ativos investidos. No entanto, os fundos poderão contar com múltiplas classes de cotas, com direitos e obrigações distintas, de forma que cada classe de cotas possui seu próprio patrimônio, integralmente segregado e independente do patrimônio das demais classes do mesmo fundo.

Por sua vez, as classes podem ser divididas em subclasses, que não possuem patrimônio separado entre si, e funcionam como um instrumento de organização dos cotistas dentro de uma determinada classe, principalmente para o estabelecimento de condições comerciais específicas. Se destinadas ao varejo, as subclasses só podem ser diferenciadas por público-alvo, prazos e condições de aplicação, amortização e resgate, e taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída. Para subclasses restritas (aqueles destinadas à investidores qualificados e profissionais), a diferenciação poderá se dar quanto a direitos econômicos e políticos diversos.

São considerados investidores profissionais: as pessoas físicas ou jurídicas que possuam mais dez milhões de reais em investimentos financeiros que declarem serem investidores profissionais por escrito.

São considerados investidores qualificados: todos os investidores profissionais e as pessoas físicas ou jurídicas que possuam mais um milhão de reais em investimentos financeiros que declarem serem investidores qualificados por escrito.

Isso significa que quem investe e detém o patrimônio líquido dos investidores é sempre a classe, enquanto o fundo agrupa todas as classes existentes, e as subclasses, se houver, organizam os cotistas (como veremos mais adiante). Desta forma, quando nos referimos aos fundos, englobamos todas as classes que lhe compõe, e quando mencionamos uma classe consideramos todas as suas respectivas e eventuais subclasses existentes.

O valor de cada cota é calculado pela divisão do patrimônio líquido da classe do fundo pelo número de cotas existentes. Cada cota representa, portanto, uma fração do patrimônio da classe.

Para calcular o quanto você obteve de rendimento, basta dividir o valor atual da cota pelo valor da cota do dia da aplicação. Para apurar o valor atual do investimento, multiplique a quantidade de cotas que você possui pelo seu valor no dia.

Portanto, o valor da cota se altera periodicamente, conforme o rendimento da classe, mas a quantidade de cotas que um investidor possui é sempre a mesma, a menos que:

- ✓ Seja feito um resgate pelo investidor (sua quantidade de cotas diminui);
- ✓ Seja feita uma nova aplicação (um novo montante de cotas está sendo adquirido);
- ✓ Sejam vendidas cotas (a cota vendida será transferida para outra titularidade); ou
- ✓ Seja recolhido o Imposto de Renda (o sistema “come-cotas”, que será visto mais à frente). Neste caso, o valor devido de IR é abatido em quantidade de cotas.

A entrada de um novo cotista não altera a posição dos demais cotistas do fundo, que continuam com o mesmo número e valor das cotas que possuíam antes. A entrada do novo investidor implica somente a criação de novas cotas e o aumento do patrimônio do fundo.

O cálculo do valor da cota é feito utilizando a seguinte fórmula, que tem aplicabilidade para cálculo de cotas da classe e da subclasse, segundo suas respectivas despesas:

$$\frac{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}{\text{NÚMERO DE COTAS EXISTENTES}} = \frac{\text{VALOR DOS ATIVOS}^* - \text{DESPESAS DO FUNDO}^*}{\text{NÚMERO DE COTAS EXISTENTES}} = \text{VALOR DA COTA}$$

\* Valor dos Ativos - Compõe a carteira de fundo naquela data (Títulos, ações, dólar, etc)

\* Despesas do fundo - Como taxa de administração

### **3.1. Vantagens e Desvantagens**

---

Existem alguns motivos que podem levar alguém a investir com a ajuda de um fundo: você conta com gestão profissional para o seu dinheiro, tem acesso a uma estratégia de diversificação a custos menores, podendo ter uma carteira de investimento que você não conseguiria montar sozinho. Dependendo do fundo, o investidor tem ainda a vantagem de conseguir resgatar rapidamente o seu dinheiro.

Os fundos de investimento possibilitam que investidores de perfil similar, com objetivo, estratégias e tolerância a risco parecidos, concentrem recursos para aumentar seu poder de negociação e diluir os custos de administração, além de contarem com profissionais especializados, dedicados exclusivamente à gestão dos recursos.

Por outro lado, as desvantagens das aplicações em Fundos de Investimento estão muito associadas à falta de autonomia na tomada de decisão, submissão a regras previamente estabelecidas e à vontade da maioria dos cotistas, dentre outras.

#### *Gestão Profissional*

Quando você coloca dinheiro no fundo, está entregando suas economias para um gestor profissional. Esses especialistas são treinados e habilitados para escolher aplicações e monitorar o mercado diariamente, avaliando as melhores opções de investimento. Para pessoas que não possuem grande conhecimento do mercado ou que não tenham interesse ou tempo para se especializar no assunto, pode ser uma boa opção contar com essa ajuda profissional.

A gestão profissional é regulada pela CVM e autorregulada pela ANBIMA. Para a prestação desse serviço são necessários uma série de requisitos, que vão desde experiência profissional, certificação e equipes qualificadas até, por exemplo, estrutura tecnológica e de manuais e políticas e regulatórias compatíveis com o foco de atuação. Sendo que durante o exercício da atividade, diversas informações são prestadas aos investidores, à CVM e à ANBIMA.

#### *Diversificação*

A maior parte das classes de fundos podem possuir muitos ativos diferentes em sua carteira dependendo do seu tipo. De qualquer forma, ainda que possuam ativos de mesma natureza, muitas vezes os gestores procuram utilizar diferentes prazos de

vencimento e diferentes emissores. É o famoso “evitar colocar todos os ovos em uma única cesta”.

Se acontecer algo errado com alguma aplicação, as outras que derem certo podem compensar ou minimizar essa perda. Ou seja, o investimento por fundo permite que você diversifique seus investimentos, apesar de estar realizando a aplicação em um único produto. É claro que você poderia fazer isso sozinho, colocando seus recursos em vários tipos diferentes de aplicações, mas isso poderia implicar em um custo muito alto ou ser inviável caso o valor a ser aplicado seja pequeno.

### *Acesso a Outros Mercados*

A aplicação em conjunto pode permitir que o investidor acesse mercados que não poderiam ser alcançados de forma individual. Alguns investimentos podem exigir uma aplicação mínima alta. Isso se deve, principalmente, ao investimento mínimo exigido por alguns tipos de investimentos.

### *Custos Menores e eficiência tributária*

O fundo ajuda a reduzir custos de transação. Manter um conjunto grande de aplicações e ajustar suas escolhas sempre têm custos: você precisa aplicar e resgatar recursos em vários momentos, comprar e vender ações, títulos e outros tipos de investimentos.

No caso da carteira de uma classe, assim como acontece no condomínio de um prédio residencial ou comercial, os custos são diluídos porque são divididos por todos os investidores. Um exemplo disso é a contratação de um gestor de recursos profissional: um investidor sozinho, provavelmente, não conseguiria contratar um profissional que se dedicasse a cuidar todos os dias dos seus investimentos. Por outro lado, milhares de investidores juntos em uma classe de um fundo conseguem fazer isso pagando taxas que servem, dentre outras coisas, para remunerar estes profissionais que cuidarão dos recursos.

Além disso, a carteira das classes dos fundos é isenta de tributação, pois a incidência do imposto de renda ocorre apenas no resgate com rendimento das cotas pelo investidor. Ou seja, ao contrário do que acontece com um investidor pessoa física que investe por conta própria, as classes do fundo podem comprar e vender um ativo sem pagar imposto de renda no momento da operação, ainda que tenha havido ganho de capital.

### *Facilidade de Resgate*

Quando uma pessoa aplica seus recursos, ela normalmente tem um plano para aquele dinheiro.

Imagine que você planejava algo, mas um imprevisto ocorreu e você precisa do dinheiro antes do que esperava. Dependendo do tipo de investimento que você fez, você poderá demorar um pouco para conseguir resgatar o dinheiro – imagine se você tivesse optado por comprar um imóvel e tivesse que vendê-lo, por exemplo.

O investimento por meio de fundos pode oferecer a vantagem de você conseguir resgatar seus recursos rapidamente. O prazo para recebimento pode variar conforme a categoria e o regulamento de cada fundo, assim como o tipo de suas classes, portanto, fique atento se o prazo de resgate da classe do fundo está compatível com as suas necessidades e projetos. Lembrando que é sempre bom ter uma parte dos recursos em classes com resgate imediato para as emergências.

### **3.2. Classes abertas, fechadas e exclusivas**

---

As classes dos fundos podem ser organizadas sob a forma de condomínio aberto, normalmente constituídas para existir por tempo indeterminado, ou condomínio fechado, que podem ter tempo de duração predeterminado.

Nas classes abertas é permitida a entrada de novos cotistas ou o aumento da participação dos antigos por meio de novos investimentos, assim como é permitida a saída de cotistas, por meio de resgates de cotas, isto é, a venda de ativos da classe para a entrega do valor correspondente ao cotista que efetuou o resgate, total ou parcial, de suas cotas.

Já nas classes fechadas, a entrada e a saída de cotistas a qualquer momento não é permitida. Após o período de captação de recursos pela classe, não são admitidos novos cotistas nem novos investimentos pelos antigos cotistas, devendo para tais situações a abertura de novas fases de investimento, conhecidas no mercado como “rodadas de investimento”. Ou seja, existem períodos bem definidos durante os quais a classe “abre para captação”.

Como não é admitido o resgate de cotas por decisão do cotista nas classes fechadas, o cotista tem que vender suas cotas a terceiros se quiser receber o seu valor antes do prazo de duração da classe. Por este motivo, diversas classes fechadas passaram a ser negociadas em mercados organizados de bolsa ou balcão, facilitando a “revenda” das cotas a outros investidores interessados.

A bolsa de valores, como será visto em capítulo posterior, oferece um ambiente de negociação que facilita o encontro entre compradores e vendedores de ativos, além de oferecer transparência nos preços das ofertas e segurança no processo de liquidação.

As classes exclusivas são constituídas para receber aplicações de um único cotista profissional ou de cotistas que tenham vínculo societário ou familiar ou, ainda, de cotistas vinculados por interesse único e indissociável. Oferecem uma gestão bastante personalizada dos recursos e normalmente são disponibilizados pelos administradores e gestores de recursos apenas a clientes que possuem alto volume de recursos disponíveis para aplicação, dado que para a manutenção do fundo pode ser necessário um montante de recursos mais elevado.

### **3.3 Negociação em Bolsa de Valores**

---

Determinadas classes também podem ter suas cotas negociadas em bolsa de valores, de maneira parecida com o que ocorre com uma ação. Esta situação é comum para classes fechadas, pois como o investidor não pode solicitar o resgate do investimento, a negociação em bolsa foi uma forma encontrada para que esses investidores pudessem “sair” do seu investimento.

Das classes fechadas o exemplo mais comum são as classes de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), mas também há Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas do Agronegócio (Fiagro) que também são negociados em bolsa.

Há outro tipo de fundo que, apesar de não ser um fundo fechado, foi desenhado especificamente para ser negociado em bolsa de valores: os Fundos de Índice (ou ETF, Exchange Traded Funds). Todos estes fundos serão vistos com mais detalhes nas próximas seções.

### **3.4. Categorias de Fundos**

---

Com o objetivo de modernizar as normas que tratam sobre os fundos de investimento, foi editada em 2022 a Resolução CVM 175, a qual possui como base legal o Capítulo X do Código Civil Brasileiro (art. 1.368-C a 1.368-F). Com vigência a partir de outubro de 2023, a nova norma passou a contemplar em normativo único todas as regras de fundos de investimento no Brasil, possuindo uma Parte Geral, aplicável a todos os fundos, e Anexos Normativos

com regras adicionais e específicas aplicáveis a cada categoria de fundo.

Neste sentido, o Anexo Normativo I contempla os fundos da categoria Fundo de Investimento Financeiro (FIF), o Anexo Normativo II os fundos da categoria Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), o Anexo Normativo III os fundos da categoria Fundo de Investimento Imobiliário (FII), o Anexo Normativo IV os fundos da categoria Fundo de Investimento em Participações (FIP) e assim por diante. Hoje os Anexos Normativos estão organizados da seguinte forma em relação aos principais tipos de fundos:

REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS	
Regras aplicáveis a todos os Fundos	Resolução CVM 175 – Parte Geral
Categoria de Fundos	Anexo Normativo da Resolução CVM 175
FUNDOS DE INVESTIMENTO FINANCEIROS (FIF)	Anexo Normativo I
FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)	Anexo Normativo II
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII)	Anexo Normativo III
FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIP)	Anexo Normativo IV
FUNDO DE ÍNDICE (ETF)	Anexo Normativo V
FUNDOS DE INVESTIMENTO NAS CADEIAS PRODUTIVAS DO AGRONEGÓCIO (FIAGRO)	Anexo Normativo VI*
FUNDOS MÚTUOS DE PRIVATIZAÇÃO FGTS (FMP-FGTS)	Anexo Normativo VII
FUNDOS DE FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA CINEMATOGRÁFICA NACIONAL (FUNCINE)	Anexo Normativo VIII
FUNDOS MÚTUOS DE AÇÕES INCENTIVADAS (FMAI)	Anexo Normativo IX
FUNDOS DE INVESTIMENTO CULTURAL E ARTÍSTICO ANEXO (FICART)	Anexo Normativo X
FUNDOS PREVIDENCIÁRIOS	Anexo Normativo X
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS DE PROJETOS DE INTERESSE SOCIAL (FIDC-PIPS)	Anexo Normativo XI

\* Os FIAGRO são regulados atualmente e de forma experimental pela Resolução CVM 39 mas que ocupará no futuro a posição do Anexo Normativo VI. A regulação final

Além disso, em termos de estrutura dos fundos, como já mencionado em tópico anterior, estes podem ser divididos em classes com patrimônio segregado. No entanto, referidas classes devem observar necessariamente um único Anexo Norma-

tivo dentro de um mesmo fundo, ou seja, as classes de um fundo devem ser todas da mesma categoria.

Isso significa, por exemplo, que um FIF pode ser dividido em multiplas classes, desde que todas as classes sejam da mesma categoria (isto é, que respeitem o Anexo Normativo I).

Usando como exemplo os FIF, se antes um fundo de investimento em ações era organizado em um regulamento, hoje, o regulamento reflete os aspectos gerais exigidos pela parte geral da Resolução CVM 175, e no anexo ao regulamento constam os requisitos do Anexo Normativo I para classes de investimento em ações.

### 3.4.1. Fundos de Investimento Financeiro

Os Fundos de Investimento Financeiros são divididos por tipos a depender do seu objetivo e política de investimento. São divididos em Renda Fixa, Multimercado, Ações e Cambial, conforme a seguir detalhado.

#### *Fundos de Renda Fixa*

As classes de fundos de Renda Fixa devem ter como principal fator de risco a variação da taxa de juros, índice de preços, ou ambos, e deve possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados direta ou indiretamente ao fator de risco que dá nome ao tipo.

#### Renda Fixa – Simples

Este é um tipo de classe de Renda Fixa com baixíssimo risco, fácil acesso e pequeno custo de administração e gestão, e busca incentivar a poupança e a aplicação em fundos de investimento. Não é sequer possível a cobrança de taxa de performance neste tipo.

A classe de renda fixa Simples deve investir ao menos 95% de seu patrimônio em: (i) títulos públicos federais e operações compromissadas neles lastreadas; ou (ii) títulos de instituições financeiras que possuam classificação de risco no mínimo equivalente àquelas dos títulos públicos federais.

Não são permitidos investimentos no exterior ou concentração em crédito privado e operações com derivativos podem ser feitas com finalidade exclusiva de proteção da

carteira do fundo (hedge), sendo proibida alavancagem.

Além disso, para simplificar o acesso a este tipo de classe são dispensadas: (i) a assinatura de termo de adesão; e (ii) caso seja o único investimento do investidor no mercado de capitais, da verificação da adequação do investimento ao perfil do cliente (suitability).

### **Renda Fixa - Curto Prazo**

As classes Renda Fixa - Curto Prazo devem investir seus recursos exclusivamente em: (i) títulos públicos federais e operações compromissadas neles lastreadas; (ii) títulos privados de baixo risco de crédito com prazo máximo a decorrer de 375 dias e prazo médio da carteira inferior a 60 dias; ou (iii) ETFs que apliquem nos itens (i) e (ii) e que utilizem derivativos somente para proteção da carteira, sendo proibida alavancagem.

Este tipo de classe tem a rentabilidade geralmente associada à taxa SELIC ou ao CDI e são considerados bastante conservadores quanto ao risco, sendo compatíveis com objetivos de investimento de curto prazo pois suas cotas são menos sensíveis às oscilações das taxas de juros.

### **Renda Fixa – Referenciado**

Devem acompanhar a variação de determinado índice de referência (benchmark) definido em sua política de investimento, mantendo no mínimo 95% de sua carteira em ativos que acompanhem direta ou indiretamente referido índice, e pelo menos 80% do seu patrimônio em: (i) títulos públicos federais; (ii) ativos financeiros de renda fixa considerados de baixo risco de crédito; ou (iii) ETF que invistam majoritariamente nos ativos dos intens (i) e (ii) e que utilizem derivativos somente para proteção da carteira.

Além disso, as classes Renda Fixa – Referenciada só podem utilizar derivativos para proteção (hedge), sendo proibida alavancagem.

Nas classes do tipo Renda Fixa - Referenciada, o índice de referência mais popular é o DI, cujo objetivo de investimento é acompanhar a variação diária das taxas de juros no mercado interbancário (CDI).

### **Renda Fixa – Dívida Externa**

Devem possuir mais de 80% do seu patrimônio líquido em títulos representativos da

dívida externa de responsabilidade da União, que devem ser mantidos custodiados no exterior.

### *Fundos Multimercado*

As classes Multimercado devem apresentar política de investimento que envolva vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em qualquer fator em especial, podendo investir em ativos de diferentes mercados – como renda fixa, câmbio e ações e podem utilizar derivativos tanto para alavancagem quanto para proteção da carteira (hedge).

Considerado o tipo com maior liberdade de gestão dentre os tipos de FIF, buscam rendimento mais elevado em relação aos demais, mas em contrapartida oferecem maior risco, sendo, portanto, compatíveis com objetivos de investimento que, além de procurar diversificação, tolerem uma grande exposição a riscos na expectativa de obter uma rentabilidade mais elevada.

### *Fundos de Ações*

São também chamados de Fundos de Renda Variável e suas classes devem investir, no mínimo, 67% de seu patrimônio em ações negociadas em bolsa ou mercado de balcão organizado e em outros valores mobiliários relacionados a ações, como bônus e recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, ETFs de ações e outras cotas de classes tipificadas como “Ações”, dentre outros ativos.

Como seu principal fator de risco é a variação nos preços das ações que compõem sua carteira, são mais indicados para objetivos de investimento de longo prazo e que suportem uma maior exposição a riscos em troca de uma expectativa de rentabilidade mais elevada.

### **Ações - Mercado de Acesso**

Caso o anexo da classe preveja que pelo menos 67% do seu patrimônio sejam investidos em companhias listadas em segmento de negociação voltado ao mercado de acesso, como o segmento Bovespa Mais da B3, que possui práticas diferenciadas de governança corporativa, a classe deverá adotar este sufixo.

Quando constituída sob a forma de regime fechado, a classe pode investir até 33% do seu patrimônio líquido em ações, debêntures, bônus de subscrição, cotas de FIP ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutá-

veis em ações de emissão de companhias fechadas, sendo que, neste caso, a classe deverá participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

Para mais detalhes sobre mercado de acesso e sobre o Bovespa Mais, consulte o capítulo “Bolsa de Valores”.

### *Classes de Investimento Cambial*

As classes de investimento cambial devem manter no mínimo 80% de seu patrimônio investido em ativos que sejam relacionados, direta ou indiretamente (via derivativos), à variação de preços de uma moeda estrangeira, ou a uma taxa de juros denominada cupom cambial. Os mais conhecidos são os chamados Fundos Cambiais Dólar, que suas classes buscam acompanhar a variação de cotação da moeda americana. Geralmente o crédito do resgate se dá no dia seguinte ao da solicitação.

### *Investimento no Exterior*

Respeitados os limites e restrições específicos de cada tipo de FIF acima descrito, o investimento em ativos no exterior é permitido.

Uma importante modernização promovida pela Resolução CVM 175 foi a aproximação do tratamento conferido aos ativos no exterior do tratamento dos ativos custodiados no Brasil, tendo como objetivo permitir uma ampliação dos limites de investimento, principalmente às classes destinadas varejo. A exposição máxima das classes de FIF é, em regra, de:

INVESTIMENTOS NO EXTERIOR	
Classes “Renda Fixa – Dívida Externa”	Ilimitado
Classes destinadas a Investidores Profissionais	
Classes destinadas a Investidores Qualificados	Até 40%
Classes destinadas ao Pùblico Investidor em Geral	Até 20%

Por outro lado, as classes destinadas ao varejo poderão alocar até 100% dos seus recursos no exterior caso o investimento seja feito exclusivamente por meio de fundos ou veículos de investimento no exterior que atendam às condições previstas na re-

gulamentação, principalmente quanto à existência de limites de concentração por emissor e modalidade de ativo.

Para as classes destinadas exclusivamente a investidores qualificados também há a possibilidade de o limite base ser extrapolado e alcançar o limite máximo de 100%. Neste casos, a classe deverá observar as condições previstas na regulamentação (mais flexíveis que aquelas aplicáveis às classes destinadas ao varejo), sendo possível inclusive o investimento direto e não apenas por meio de fundos ou veículos no exterior.

### *Características específicas e sufixos*

Além dos três sufixos (Simples, Curto Prazo e Referenciado) já apresentados no item que trata dos Fundos de Renda Fixa, e do sufixo “Mercado de Acesso” citado nos Fundos de Ações, listamos a seguir outros que podem ser acrescentados ao nome das classes Multimercado ou de Renda Fixa quando possuírem determinadas características, sendo que uma mesma classe pode receber mais de um desses sufixos.

#### **Longo Prazo**

A classe que dispuser, em seu anexo, que tem compromisso de obter o tratamento fiscal destinado as classes de longo prazo previsto na regulamentação fiscal, deverão utilizar esse sufixo.

#### **Crédito Privado**

Quando mais de 50% do patrimônio da classe for investido em ativos de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado (exceto ações), o nome da classe deve receber o termo “Crédito Privado” e os termos de adesão e ciência de risco devem destacar essa informação.

#### **Dívida Externa**

Recebem este sufixo as classes que concentrem no mínimo 80% de seu patrimônio em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, mantidos fora do país. Para o investidor no Brasil, esta classe é uma forma ágil e de baixo custo operacional para aplicar em papéis do governo brasileiro negociados no exterior.

#### *Fundos de Investimento em Cotas - FIC*

Os fundos que contêm em seu nome a expressão “Fundo de Investimento em Cotas de Fundos

de Investimento”, também conhecidos como FIC ou FICFI, são fundos cujas classes, ao invés de investir diretamente nos ativos objetos de seu regulamento, optam por adquirir cotas de outros fundos de investimento.

Cada tipo de classe de fundos admite um determinado percentual mínimo de alocação em cotas de outras classes de fundos. Além disso, os FICFI são divididos nos mesmos tipos dos fundos de investimentos e só podem aplicar em cotas de classes de mesmo tipo, com exceção dos FIC Multimercado que, por sua natureza podem aplicar em quaisquer outros tipos de fundos. Por outro lado, as classes dos FICFI poderão investir em cotas de classes de outras categorias, conforme limites definidos na regulamentação.

### **Estrutura Master & Feeder**

Muitas instituições optavam historicamente por criar fundos de investimento principais (FI) e outros diversos FICFI que investem naqueles FI principais. Esta estrutura sempre foi conhecida como “Master & Feeder”.

Como antes da vigência da Resolução CVM 175 cada FIF só podia oferecer uma única condição comercial de taxas dos prestadores de serviços em um mesmo fundo, as instituições precisavam criar diferentes fundos de investimento para atender aos diversos perfis de clientes que possuem.

Observando que um grande número de fundos exige maior esforço para a gestão dos ativos, maiores custos de carregos etc., a CVM em um esforço de modernização da regulação de fundos de investimentos criou a divisão dos fundos em classes, que por sua vez podem ser subdivididas em subclasses, como já mencionado anteriormente. Referidas subclasses podem estabelecer, dentre outras diferenças, diferentes taxas de remuneração aos prestadores de serviços e diferentes tratamentos para aplicações e resgates.

Uma das vantagens que incentivava a adoção de estratégias Master & Feeder é a possibilidade de um balanceamento entre a quantidade de fundos e os custos operacionais pela criação de apenas uma grande classe (Master) que centraliza o trabalho mais crítico de gestão, e possibilita que diversos outros classes de investimento (Feeder) comprem suas cotas, dando exposição, como resultado, à frações da carteira de ativos do Master, para diferentes perfis de investidores.

A partir da Resolução CVM 175, as estruturas poderão ser simplificadas a partir da utilização de subclasses e não mais Master & Feeder para fins de diferenciação do público alvo e taxas para atender a diferentes públicos de investidores. Neste mesmo sentido, foi eliminado pela CVM a necessidade de uma classe ser necessariamente caracterizada como uma “classe de

investimento em cotas” para a realização do investimento da totalidade do seu patrimônio em cotas de outras classes.

### *Exposição a Risco de Capital*

A Resolução CVM 175 optou por não abordar o conceito de alavancagem, mas por estabelecer limites de exposição a risco de capital conforme o tipo de classe, a qual se traduz na exposição da classe de cotas ao risco de seu patrimônio líquido ficar negativo em decorrência de aplicações de sua carteira de ativos. Esses limites devem ser calculados com base na representatividade das margens de garantia sobre o patrimônio líquido da classe.

O cálculo dos limites de exposição ao risco de capital, por sua vez, utiliza o conceito de margem bruta, considerando o somatório das coberturas e margens de garantia, requeridas e potenciais, utilizadas pela classe em relação às operações de sua carteira. Operações destinadas ao varejo que geram risco de capital na carteira da classe devem ter cobertura ou margem de garantia em mercado organizado. Apenas classes destinadas a investidores profissionais estão dispensadas dos limites de exposição ao risco de capital.

Dessa forma, as classes voltadas para o público investidor em geral e investidores qualificados devem observar os seguintes limites de margem bruta para fins de exposição ao risco de capital: (i) até 20% para classes de Renda Fixa; (ii) até 40% para classes Cambiais ou de Ações; e (iii) até 70% para classes Multimercado.

#### *3.4.2. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC*

As Fundos de Investimento em Direitos Creditórios são reguladas pelo Anexo Normativo II da Resolução CVM 175 e suas classes podem ser constituídas sob a forma de condomínio aberto ou fechado, e podem ser destinadas aos investidores de varejo, qualificados ou profissionais, havendo particularidades a serem observadas conforme a qualificação do público investidor.

As classes de FIDC destinam a maior parte do seu patrimônio líquido no investimento em direitos creditórios, que são direitos, títulos e valores mobiliários representativos de crédito, originários de operações realizadas em segmentos como o financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e as cotas de outras classes de FIDC.

As classes de FIDC destinadas a investidores profissionais poderão alocar recursos em direitos creditórios considerados não-padronizados, representados por, exemplificativamente, direitos creditórios que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando da cessão à classe, aqueles decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações, e direitos creditórios que resultem de ações judiciais ou procedimentos arbitrais em curso, constituam seu objeto de litígio, tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia, e aqueles que a constituição ou validade jurídica da cessão para a classe seja considerada um fator preponderante de risco.

O funcionamento do FIDC e a distribuição de cotas de suas classes e subclasses dependem prévio de registros na CVM, sendo que no caso de classes abertas o registro da distribuição será automático e no caso de classes fechadas o registro poderá depender de deferimento específico pela CVM. As cotas de classes fechadas poderão ser negociadas no mercado secundário, inclusive a partir do registro em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.

As cotas de classes de FIDC poderão contar, ainda, com estrutura de subordinação, havendo sub-class sênior, subordinada mezanino e subordinada, cuja principal diferença é a prioridade na amortização e resgate.

A cota de subclasse sênior não se subordina a qualquer outra subclasse para fins de amortização e resgate. A cota de subclasse subordinada mezanino, simultaneamente, se subordina a outra(s) subclasse(s) para fins de amortização e resgate e possui outra(s) subclasse(s) como subordinada(s) para os mesmos fins. Já a cota de subclasse subordinada se subordina a todas as demais subclases para fins de amortização e resgate.

Com isso, em caso de perdas na carteira da classe decorrentes, por exemplo, de inadimplência proveniente dos direitos creditórios, as cotas subordinadas (incluindo as mezanino, em ordem de prioridade) funcionam como um colchão, sendo as primeiras a absorver os prejuízos e protegendo, ao menos em parte, as cotas seniores. Por essa razão, classes destinadas ao varejo devem sempre ser cotas sêniores ou de cota única (caso não haja estrutura de subordinação), mas os investidores de varejo nunca podem investir em cotas subordinadas, ainda que sejam mezanino.

As cotas seniores de classes fechadas, por sua vez, podem ainda ser subdivididas em séries, diferenciadas por prazos e condições para amortização e pelo índice referencial. Aos cotistas de uma mesma série, no entanto, deverão ser assegurados os mesmos direitos e obrigações.

As cotas destinadas à colocação pública junto ao investidor de varejo deverão ser classificadas por

agência classificadora de risco registrada na CVM.

A estrutura dos FIDCs não admite afetação do patrimônio, de forma que cada cota corresponde a uma fração ideal do patrimônio, não havendo correspondência com qualquer ativo ou grupo de ativos que componha a carteira. A remuneração dos cotistas seniores, com base no benchmark da classe, poderá ser complementada pelas cotas subordinadas até o limite destas, sendo proibida promessa de rendimento predeterminado aos cotistas.

### *3.4.3. Fundo de Investimento Imobiliário - FII*

A classe de FII é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, tais como a construção e/ou a aquisição de imóveis para posterior comercialização e/ou para auferir renda de locação.

Além disso, é também permitida a aquisição de títulos e valores mobiliários relacionados a empreendimentos imobiliários, como letras de crédito imobiliário - LCI, certificados de recebíveis imobiliários - CRI, certificados de potencial adicional de construção - CPAC, dentre outros.

Por ser constituída sob a forma de condomínio fechado, o cotista de classe de FII não pode solicitar o resgate de suas cotas, o que só pode ocorrer em caso de liquidação do fundo.

Como as cotas de classes dos FII não são resgatáveis, a única forma de se desfazer do investimento é a partir da venda para outro investidor, de forma semelhante ao que ocorre quando investimos em ações de companhias abertas. Em virtude disso, muitas destas classes têm suas cotas registradas para negociação em mercado de bolsa de valores ou em balcão organizado, com as operações realizadas pelos investidores por meio de uma corretora ou distribuidora de valores mobiliários.

Destaca-se que, apesar de ser titular (“dono”) de suas cotas, o cotista de uma classe de FII não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo. Por outro lado, também não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual do administrador ou relativa aos imóveis integrantes do fundo.

As classes de FII podem ser ofertadas a investidores de varejo, qualificados e profissionais.

## *Rendimentos e Tributação dos Fundos Imobiliários*

Os principais rendimentos obtidos pelas classes do FII vêm do recebimento de alugueis, dos juros dos títulos imobiliários investidos e do ganho de capital obtido na venda dos direitos reais sobre bens imóveis. A maioria dos fundos distribui os rendimentos mensalmente, em virtude da legislação tributária.

Apesar de muitas classes de FII distribuírem rendimentos mensalmente, não podemos considerar o investimento em FII como de renda fixa. Não apenas em função dos riscos do empreendimento (inadimplência de um inquilino, vacância de um imóvel etc.), mas também pelo fato de que o valor de suas cotas oscila.

Embora questões tributárias não sejam de competência da CVM, não se pode deixar de mencionar as regras específicas de tributação dos cotistas nos investimentos em FII, matéria relevante à decisão de investimento. A lei estabelece que os rendimentos recebidos pelos cotistas pessoas físicas são isentos de Imposto de Renda quando as seguintes condições forem atendidas cumulativamente:

- ✓ o cotista beneficiado tiver menos do que 10% das cotas da classe do FII;
- ✓ a classe do FII tiver no mínimo 100 cotistas; e
- ✓ as cotas da classe do FII forem admitidas à negociação exclusivamente em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

O investidor deverá prestar atenção a esta regra, pois caso as condições citadas não sejam atendidas, ocorrerá retenção de 20% do rendimento distribuído a título de Imposto de Renda, qualquer que seja o cotista. Adicionalmente, a isenção não será concedida ao conjunto de cotistas pessoas físicas ligadas titulares de cotas que representem 30% ou mais da totalidade de cotas emitidas pela classe do FII.

Informações sobre a tributação de FII poderão ser obtidas com a Secretaria da Receita Federal do Brasil.

### *3.4.4. Fundo de Índices (ETF)*

Conhecidos também como ETFs (Exchange Traded Funds), os Fundos de Índice regulados pelo Anexo Normativo V da Resolução CVM 175 são fundos de investimento cujas classes buscam refletir as variações e rentabilidade de um índice de referência (índice subjacente), por prazo indeterminado, e são constituídos sob a forma de con-

domínios abertos, com suas cotas admitidas à negociação em bolsas de valores.

Ao adquirir cotas de classe de Fundo de Índice que sejam referenciadas em determinado índice, o investidor passa a deter, direta ou indiretamente, todos os ativos componentes desse índice sem a necessidade de comprar cada ativo isoladamente.

Desta forma, as classes de Fundos de Índices proporcionam praticidade e rapidez no momento de investir, além de facilidade para acompanhar seu desempenho, que está associado ao do respectivo índice.

Algumas vantagens de se investir em uma classe de fundo de índice:

✓ **Rapidez e eficiência para participar do mercado brasileiro de ações:**

Uma das configurações possíveis para os Fundos de Índice são as classes de ETF-Ações. Esse tipo de ativo viabiliza investir indiretamente em uma cesta com diversas companhias abertas cujas ações sejam negociadas no Brasil. O gestor da classe rebalanceará a composição da carteira, de tempos em tempos, para refletir as mudanças da composição do índice subjacente sem qualquer intervenção ou investimento adicional por parte de seus cotistas;

✓ **Diversificação de investimentos:** As classes de Fundos de Índice proporcionam aos seus cotistas uma maneira de alcançar um investimento diversificado no mercado dos ativos em que esteja baseado, visto que seu índice de referência é composto por ativos diversificados;

✓ **Baixo custo de administração:** Os ETFs são fundos de investimento cujas classes geralmente possuem baixa taxa de administração e gestão, e tem por objetivo refletir a performance do índice subjacente sem que o investidor precise: (i) arcar com altas despesas operacionais; (ii) dispendar significativo investimento inicial; e (iii) tenha a constante responsabilidade de efetuar reajustes na carteira para reproduzir individualmente a performance do índice subjacente que deseja acompanhar.

✓ **Negociação na Bolsa como se fosse uma ação:** As classes de ETFs são aprovadas para listagem e negociação na Bolsa e podem ser compradas e vendidas da mesma forma que qualquer ação listada para negociação. Como valores mobiliários listados em Bolsa, as cotas de classes de ETFs propiciam aos investidores benefícios que não estão disponíveis a investidores em classes de fundos não listadas. Por exemplo, classes de ETFs podem ser usadas pelos cotistas como

margem para outras operações por eles realizadas na Bolsa, e também podem ser dadas em empréstimo em operações de mercado.

Sempre que houver o rebalanceamento da carteira do índice subjacente em função das recomposições periódicas, o gestor ajustará a composição da carteira da classe de forma a refletir a nova composição do índice. Além disso, o gestor ajustará a composição da carteira da classe para refletir ajustes feitos na posição da carteira teórica do índice devido à distribuição de proventos por parte das emissoras que o compõem.

### **Recebimento de Dividendos**

A metodologia de cálculo do índice subjacente assume que quaisquer cupons, recibos de subscrição, certificados de desdobramento, dividendos, juros sobre capital próprio, bonificações ou outros direitos declarados, relativos às ações da carteira teórica, sejam reinvestidas na mesma proporção da composição da carteira teórica, mesmo que tais distribuições não sejam imediatamente pagas ou distribuídas, podendo ainda, se for o caso, redistribuir esses proventos ou distribuir rendimentos diretamente aos cotistas.

#### **3.4.5. Fundo de Investimento em Participações (FIP)**

Também conhecido como Fundo de Private Equity, os FIP são regulados pelo Anexo Normativo IV da Resolução CVM 175, e são veículos cujas classes se destinam exclusivamente a investidores qualificados, e devem ser constituídas unicamente sob a forma de condomínio fechado.

Os recursos das classes de FIP deverão estar alocados no mínimo 90% em (i) ações, debêntures, bônus de subscrição e outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias abertas ou fechadas; (ii) títulos, contratos e valores mobiliários representativos de crédito ou participação em sociedades limitadas; (iii) cotas de outros FIPs; e (iv) Cotas de Fundos de Ações – Mercado de Acesso.

Como regra geral, os investimentos realizados pela carteira de classe de FIP devem propiciar à classe a participação no processo decisório das companhias investidas, exercendo efetiva influência na definição de suas respectivas políticas estratégicas e de gestão.

As classes de FIP podem se organizar dentre os seguintes tipos: (i) Capital Semente; (ii) Empresas Emergentes; (iii) Infraestrutura; (iv) Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (PD&I); ou (v) Multiestratégia. A depender do tipo da classe haverá a obrigatoriedade de cumprimento ou a dispensa de determinados requisitos previstos na regulamentação.

### **3.4.6. Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas do Agronegócio (FIAGRO)**

Os FIAGRO são atualmente regulados, em caráter experimental, pela Resolução CVM 39 e foram instituídos pela Lei nº 8.668 de 1993, mesma lei que criou os FII, para fomentar o investimento nas cadeias produtivas do agronegócio brasileiro.

Em razão do regime experimental, os FIAGRO deverão observar, a depender da composição de sua carteira de investimento, as regras gerais que dispõem sobre a constituição, o funcionamento, e a divulgação de informações dos fundos de investimento, e sobre a prestação de serviços para os fundos o Anexo Normativo aplicável a um dos seguintes fundos: FII, FIP ou FIDC. Neste sentido, poderão ser constituídos FIAGRO – Imobiliário, FIAGRO – Participações e FIAGRO Direitos Creditórios.

### **3.4.7. Outros Fundos de Investimento**

#### *Fundo Mútuo de Privatização - FMP–FGTS*

Com classes constituídas como condomínio aberto e regulado pelo Anexo Normativo VII da Resolução CVM 175, o FI-FGTS representa uma comunhão de recursos destinados à aquisição de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização e de Programas Estaduais de Desestatização. É formado exclusivamente por recursos de pessoas físicas e provenientes do FGTS.

#### *Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional - FUNCINE*

Regulado pelo Anexo Normativo VIII da Resolução CVM 175, as classes de FUNCINE devem ser constituídas como condomínio fechado e seus recursos devem ser destinados à aplicação em projetos aprovados pela Agência Nacional de Cinema (ANCINE).

**Exemplo:** a carteira da classe adquire Certificados de Investimento Audiovisual (CAV), que são títulos de participação em projetos audiovisuais, de forma que a remuneração das classes do FUNCINE dependerá do desempenho comercial dos projetos investidos.

#### *Fundos Mútuos de Investimento de Ações Incentivadas*

Os FMAI devem ter suas classes constituídas sob a forma de condomínio fechado, admitida sua transformação em classe aberta por deliberação da assembleia de cotistas após o decurso de prazo de 24 meses da sua constituição.

A carteira de ativos da classe, de acordo com o Anexo Normativo IX da Resolução CVM 175, deve ser composta por recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários, composta por no mínimo 70% de ações de emissão de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de determinados incentivos fiscais, certificados de investimentos dos Fundos FINOR, FINAM, FISET e FUNDES, e ainda por ações de sociedades incentivadas adquiridas no Mercado Secundário.

#### *Fundo de Investimento Cultural e Artístico - FICART*

Regulado pelo Anexo Normativo X da Resolução CVM 175, o FICART pode ter suas classes constituídas como condomínio aberto ou fechado e seus recursos devem ser destinados à aplicação em projetos culturais e artísticos.

**Exemplo:** a classe investe em um festival de dança e será remunerado de acordo com o desempenho do projeto, por exemplo, com a venda de ingressos ou patrocínio.

### **3.5. Administrador e Gestor**

---

O administrador fiduciário e o gestor de recursos são prestadores de serviços essenciais do fundo, sendo que a responsabilidade de cada prestador de serviços perante o fundo, suas classes e subclasses, se houver, é individual, sem solidariedade, e atrelada ao cumprimento dos respectivos deveres definidos na regulamentação e nos documentos dos fundos.

A avaliação da responsabilidade dos prestadores de serviços deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo e classes respectivas, bem como o fato de que os serviços são prestados em regime de melhores esforços e como obrigação de meio.

É vedado aos prestadores de serviços essenciais prometer rendimentos predeterminados aos cotistas do Fundo.

#### *Administrador do Fundo de Investimento*

É a instituição que constitui o fundo e figura como prestador de serviço essencial do fundo.

Em conjunto com o gestor, é quem define as características do fundo, das suas classes e subclasses, inclusive o objetivo e política de investimento, estabelece as regras de funcionamento, e elabora e aprova o seu regulamento.

Essa função deve ser desempenhada por jurídica habilitada como administrador de carteiras de valores mobiliários pela CVM na categoria “administrador fiduciário”.

A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo, como é o caso das atividades de tesouraria, da escrituração de emissão e de resgate das cotas, da custódia dos ativos financeiros, entre outros.

O administrador é também responsável pela elaboração e divulgação das informações periódicas e eventuais, quando necessário, com a contribuição do gestor. Cabe a ele contratar obrigatoriamente um auditor independente, que deverá ser registrado na CVM, para auditar as demonstrações contábeis do fundo e de suas classes.

Também é obrigação do administrador manter serviço de atendimento ao cotista, para prestar esclarecimentos e responder às reclamações. Nos informativos enviados aos investidores devem constar o endereço e o número do telefone desse serviço.

Uma das principais obrigações do Administrador de um fundo de investimento é a divulgação de informações aos investidores, na periodicidade, prazo e teor definidos pela regulamentação da CVM e nos documentos regulatórios do fundo. Esta divulgação deve ser feita de forma imparcial entre todos os cotistas.

### *Gestor de Carteira do Fundo de Investimento*

Como vimos acima, além do administrador, o gestor de carteira de ativos das classes também é prestador de serviço essencial do fundo, e é o responsável pela gestão profissional, nos limites estabelecidos no anexo da classe, dos ativos financeiros integrantes da carteira da classe.

Essa função deve ser desempenhada por pessoa natural ou jurídica habilitada como administrador de carteiras de valores mobiliários pela CVM na categoria “gestor de recursos”. É importante notar que embora o credenciamento necessário para desempenhar a atividade de gestor seja de “administração de carteira de valores mobiliários”, seu escopo é bem diferente e complementar ao escopo desempenhado na administração

fiduciária pelo administrador.

O gestor tem poderes para negociar os ativos financeiros em nome da classe do fundo, dentre eles o de exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pela classe. Para tanto o gestor pode realizar todas ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto, que é uma política obrigatória do gestor, e deve estar formalizada e estar disponível publicamente.

Dentre as principais atividades do gestor, destacam-se:

- ✓ escolher os ativos que irão compor a carteira da classe, selecionando aqueles com melhor perspectiva de rentabilidade e alinhamento com a política de investimento, e considerando um determinado nível de risco que também deve ser compatível com o anexo da classe; e
- ✓ intermediar, em nome da classe, as operações com os ativos da carteira.

Tanto o administrador como o gestor da carteira das classes dos fundos devem estar devidamente credenciados na CVM, cada qual para sua respectiva esfera de atuação. Se o administrador e/ou o gestor da carteira do fundo forem descredenciados por decisão da CVM para o exercício de administração de carteira, eles devem ser substituídos. Se o prestador de serviço essencial não for substituído no prazo e forma estabelecida pela Resolução CVM 175, a CVM nomeará um administrador ou gestor temporário até a eleição de novo prestador de serviço essencial.

Da mesma forma, nos casos de renúncia ou destituição por deliberação da assembleia geral, o administrador e o gestor também devem ser substituídos. Neste caso, como os prestadores de serviço essencial atuam em benefício de todas as classes e subclasse dos fundos, a assembleia deverá, observadas as condições de cada regulamento e categoria de fundo, ser composta pelos cotistas de todas as classes.

No caso de renúncia de prestador de serviço essencial, o administrador fica obrigado a convocar imediatamente uma assembleia geral para eleger seu substituto, a se realizar no prazo de até 15 dias. Neste caso, o prestador de serviço essencial deve permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição, que deverá ocorrer no prazo máximo de 180 dias (exceto para Fundos Mútuos de Privatização – FGTS, em que o prazo é de 90 dias), sob pena de liquidação do fundo e suas classes pelo administrador, nos termos da Resolução CVM 175.

Alguns outros participantes da indústria de fundos:

- ✓ **Custodiante:** Responsável pela guarda dos ativos da classe. Responde pelos dados e envio de informações das classes para os gestores e administradores.
- ✓ **Distribuidor:** Responsável pela venda das cotas das classes do fundo. Pode ser o próprio gestor ou o administrador, se habilitado para tanto, ou terceiros credenciados contratados pelo gestor.

No capítulo sobre “Funcionamento do Mercado” serão abordados alguns aspectos adicionais sobre os administradores e gestores.

### 3.6. Assembleia de Cotistas

---

A Assembleia Geral dos Cotistas é a instância máxima de decisão de um fundo de investimentos. Ela é a reunião realizada entre os cotistas de todas as classes do fundo, com objetivo de tomar decisões importantes, muitas vezes estratégicas, relacionadas à administração ou gestão do fundo e que impactem todas as classes e suas respectivas subclasses.

Uma vez que cada classe de cotas possui um patrimônio separado, uma carteira de ativos segregada, e por consequência obrigações e direitos diferentes uma em relação às outras, existem também as Assembleias Especiais de Cotistas, especialmente competentes para deliberar sobre temas específicos de cada classe.

O mesmo se aplica para as subclasses, já que seus apêndices podem possuir direitos e obrigações que alcançam somente seus respectivos cotistas.

Todos os cotistas, de todas as classes, devem ser convocados para a Assembleia Geral. Nas Assembleias Especiais, participam apenas os cotistas de cada classe, ou se se tratar de assembleia especial de uma subclasse, os cotistas da subclasse.

Dentre outras matérias, cabe à Assembleia de Cotistas deliberar sobre:

- ✓ A substituição e a destituição de prestador de serviço, lembrando que a substituição e/ou destituição de prestador de serviço essencial é sempre de competência

da Assembleia Geral de Cotistas;

- ✓ As demonstrações contábeis da classe e do fundo, apresentadas pelo administrador, e sujeitas à aprovação de suas respectivas assembleias de cotistas;
- ✓ Alteração do regulamento do fundo, do anexo das classes, ou dos apêndices das subclasses, conforme o caso, sujeitas à aprovação em suas respectivas assembleias de cotistas;
- ✓ Transformação, fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do fundo ou da classe, cada qual sujeita à aprovação por em sua respectiva assembleia de cotistas; e
- ✓ Aumento ou alteração da forma de cálculo das taxas de administração e de gestão e, caso existam, das taxas de performance, de entrada e de saída, sujeita à aprovação da assembleia de cotistas em que a referida taxa estiver disciplinada.

A convocação para Assembleias de Cotistas, Especial ou Geral, deve especificar os assuntos a serem deliberados, a forma de manifestação dos cotistas, o local ou instruções para participação virtual, a data e a hora da assembleia, sem prejuízo da Assembleia de Cotistas poder ser realizada de forma parcial ou exclusivamente eletrônica.

O resumo das decisões das Assembleias deverá ser disponibilizado aos cotistas do fundo, classe ou subclasse, conforme o caso, no prazo de até 30 dias após a data de sua realização.

É obrigatória a realização anual de uma Assembleia de Cotistas para deliberar sobre as demonstrações contábeis da classe e uma para deliberar as do fundo, em até 60 (sessenta) dias após o encaminhamento das demonstrações contábeis à CVM, contendo o relatório do auditor independente.

O administrador, o gestor, o custodiante ou o cotista ou grupo de cotistas que detenha, no mínimo, 5% do total de cotas emitidas, poderão convocar, a qualquer tempo, Assembleia de Cotistas para deliberar sobre ordem do dia de interesse do fundo, se Geral, e da classe ou subclasse, se especial.

A Assembleia de Cotistas poderá ser instalada com a presença de qualquer número de cotistas. Em regra, as deliberações serão tomadas por maioria de votos, cabendo a cada cota um voto, mas o regulamento, anexo e/ou o apêndice, conforme o caso, poderão estabelecer quórum qualificado para as deliberações.

Os cotistas podem votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que recebida pelo administrador antes do início da Assembleia, observado o disposto no regulamento, que pode, inclusive, dispor sobre a possibilidade de as deliberações da Assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas.

Em regra, não podem votar na Assembleia, a menos que haja anuênciam expressa da maioria dos demais cotistas, manifestada na própria Assembleia ou por procuraçāo, ou se os únicos cotistas forem as pessoas vedadas, que são: (i) o prestador de serviço, essencial ou não, incluídos seus sócios, diretores, empregados e partes relacionadas; (ii) cotista que esteja em conflito de interesse no que se refere à matéria de votação; (iv) o cotista, se em deliberação relativa a laudos de avaliação de bens de sua propriedade.

A participação do cotista nas Assembleias do Fundo é muito importante. Caso não seja possível participar da Assembleia, é recomendável que o cotista fique atento aos temas que serão deliberados e às decisões que foram tomadas.

## 3.7. Documentos e Divulgação de Informações

---

### 3.7.1. Lâmina de Informações Básicas

O administrador de classe aberta de FIF e de FIDC que não seja destinada exclusivamente a investidores qualificados deve elaborar uma lâmina de informações básicas, contendo informações sobre a classe, como os objetivos, o público-alvo, a política de investimento, as condições do investimento, dentre outras.

Além das informações sobre taxas e despesas, a lâmina traz uma tabela com os retornos dos últimos 5 anos, que enfatiza a existência, caso exista, de anos com rentabilidade negativa, além de outras informações determinadas pela regulação.

A lâmina é um documento interessante para que os investidores obtenham informações iniciais sobre uma determinada classe de um fundo. Com uma oferta cada vez maior no mercado, a padronização da lâmina, com informações simples e sempre na mesma ordem, permite uma prática comparação entre diferentes estratégias de classes, sobretudo classes da mesma categoria.

Em relação aos riscos de perdas ou da existência de alavancagem, os Administradores das Classes devem destacar na lâmina estas informações:

- ✓ Para classe de cotas cuja política de investimentos permite a realização de operações cujas consequências possam ser significativas perdas patrimoniais: “*As estratégias de investimento podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.*”
- ✓ Para a classe de cotas com responsabilidade ilimitada dos cotistas cuja política de investimento permite a realização de operações que possam resultar em patrimônio líquido negativo: “*As estratégias de investimento podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado e na consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo.*”

A lâmina deve ser atualizada mensalmente com os dados relativos ao mês imediatamente anterior, e enviada imediatamente à CVM. O administrador e o distribuidor devem disponibilizar a lâmina ao futuro cotista antes do seu ingresso na classe ou subclasse, e deverá divulgá-la em lugar de destaque na sua página na internet.

### 3.7.2. Regulamento

O regulamento é o documento de constituição do fundo, que possui um ou mais anexos que regulamentam as classes, que por sua vez podem ter apêndices caso haja subclasses. Isso significa que o apêndice é parte do anexo, que por sua vez é parte do regulamento.

Na parte geral do **regulamento**, comum a todas as classes, devem conter informações que serão aplicáveis a todas as classes do fundo indistintamente, tais como:

- (i) Os prestadores de serviço essencial, e suas respectivas responsabilidades perante o fundo e entre si;
- (ii) Se o fundo tem apenas uma ou mais classes de cotas, e quais despesas são compartilhadas entre todas as classes;
- (iii) Forma de divisão das despesas compartilhadas das classes e rateio das contingências entre as classes; e
- (iv) Prazo de duração do fundo, que pode ser indeterminado.

Já o **anexo** das classes deverá conter dispositivos adicionais ao regulamento e que sejam específicos de cada classe de um mesmo fundo, por exemplo:

- (i) *O público-alvo da classe;*
- (ii) *Taxas, em especial as de administração, gestão, máxima de distribuição, e de ingresso e saída;*
- (iii) *A responsabilidade do cotista, se limitada ou ilimitada;*
- (iv) *Se a classe é aberta ou fechada;*
- (v) *O prazo de duração da classe;*
- (vi) *A categoria da classe e sua política de investimentos; e*
- (vii) *Regras de emissão, aplicação, resgate de cotas, se aplicável, e regras para distribuição de resultados.*

Por fim, o **apêndice**, documento que serve como complemento ao anexo da subclasse, se houver, e define as condições (principalmente comerciais) específicas e individuais de cada subclasse, podendo conter dispositivos como:

- (i) *Público-alvo da subclasse ;*
- (ii) *Regras de emissão, aplicação, resgate de cotas, se aplicável; e*
- (iii) *Taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, e de ingresso e saída.*

Em resumo, o regulamento, composto pelos anexos, e pelos apêndices, se houver, é o documento que define as principais regras do fundo, motivo pelo qual o investidor deve estar ciente do seu teor.

As alterações ao regulamento, em regra, dependem de prévia aprovação dos cotistas por meio da Assembleia Geral, e as alterações de anexos e apêndices demandam prévia aprovação pelos cotistas em suas respectivas Assembleias Especiais, devendo estas serem comunicadas à CVM.

As mudanças feitas no regulamento do fundo podem implicar em significativas alterações no seu funcionamento. Portanto, os cotistas devem acompanhar as assembleias e seus resultados, avaliando se as eventuais mudanças são de seu interesse e se o fundo continua atendendo a seus objetivos pessoais de investimento.

## *Termo de Adesão e Ciência de Risco*

No momento da primeira aplicação, o investidor deve assinar este documento, confirmado que deseja realizar o investimento na classe e que está ciente das características e dos riscos.

O administrador deve destacar apenas os cinco principais riscos da classe o documento todo não pode ultrapassar 5.000 caracteres. Além disso, os alertas sobre possíveis perdas e patrimônio negativo devem ser destacados nas classes que não limitem a responsabilidade do cotista, assim como na Lâmina de Informações Básicas.

No caso em que os cotistas possam ser chamados para cobrir o patrimônio líquido negativo da classe (ou seja, quando não há limitação da responsabilidade ao capital subscrito), os cotistas deverão ainda assinar o termo de ciência específico sobre tal condição.

### **3.7.3. Informações Periódicas**

Uma das preocupações no processo de regulação do mercado de capitais, incluindo a indústria de fundos de investimentos, é garantir a transparência das informações disponíveis aos investidores de forma equânime e justa.

Nesse sentido, a CVM determina regras para a divulgação de informações e de resultados dos fundos de investimento. Esse conjunto de informações pode ser dividido em:

- ✓ informações periódicas;
- ✓ informações eventuais;
- ✓ informações de venda e distribuição; e
- ✓ demonstrativos financeiros e de auditoria.

As informações apresentadas nos documentos do fundo, como lâmina, regulamento com seus anexos e eventuais apêndices, já apresentada nos tópicos anteriores, são essenciais para que o investidor tome sua decisão de aplicar recursos em determinada classe. Entretanto, tão importante quanto a análise prévia é o acompanhamento que o cotista deve realizar, periodicamente, do desempenho e das informações divulgadas pelo administrador.

Em respeito às informações periódicas, diariamente ou em periodicidade compatível com a liquidez das cotas prevista no anexo da classe, os administradores devem divulgar o valor da cota e do patrimônio líquido da classe aberta.

Mensalmente, o administrador deve disponibilizar o extrato da conta contendo, entre outras informações, o saldo e valor das cotas no início e no final do período e a movimentação ocorrida, além da rentabilidade da classe investida. Nesse mesmo informativo, os investidores têm acesso, ainda, às formas de contato para acesso ao serviço de atendimento ao cotista.

Os administradores devem disponibilizar para os cotistas das classes (exceto aqueles destinados exclusivamente a investidores qualificados) a demonstração de desempenho, conforme modelo específico disponibilizado pela CVM na Resolução CVM 175, até o último dia útil de fevereiro de cada ano. O objetivo dessa informação é auxiliar o investidor a comparar o desempenho de diferentes classes de investimento, bem como o impacto de taxas e despesas sobre a rentabilidade.

Além das informações destinadas aos cotistas, os administradores devem remeter para a CVM outras informações periódicas, como as demonstrações contábeis e o extrato de informações sobre o fundo.

No site da CVM é possível obter diversas informações sobre os fundos de investimentos registrados, como: patrimônio líquido das classes, número de cotistas, valor da cota, balancetes, demonstrações financeiras, regulamento, lâmina de informações básicas, entre outros. Essas informações são públicas e podem ser acessadas por qualquer pessoa, mesmo que não seja cotista.

Com respeito às informações eventuais, o administrador é obrigado a divulgar imediatamente e nos termos estabelecidos pela regulação, por meio de correspondência destinada aos cotistas e de comunicado enviado à CVM, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos financeiros integrantes de sua carteira.

Entende-se por relevante qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, resgatar, alienar ou manter cotas.

## 3.8. Riscos

---

Podemos considerar o risco como sendo a possibilidade de não se atingir o retorno esperado do investimento. E diversos fatores podem concorrer para isso, incluindo mudanças na política, na economia, nas regras de tributação, etc.

No caso de fundos de investimento, o principal risco é aquele inerente aos ativos que compõem a carteira de suas classes. Porém, há 3 riscos principais aos quais o investidor está geralmente sujeito: o risco de mercado, o risco de crédito e o risco de liquidez.

- ✓ **Risco de mercado:** decorre das oscilações nos preços dos títulos que compõem a carteira da classe. Uma vez que estes ativos são contabilizados por seu valor de mercado, quanto maior a oscilação nos preços, maior a oscilação no valor das cotas e mais difícil estimar o valor de resgate ou de venda das cotas.
- ✓ **Risco de crédito:** se refere à certeza sobre a liquidação do título na data de vencimento. Quando a classe adquire um título, está emprestando dinheiro a alguém ou aplicando sua quantia em determinado empreendimento e, certamente, correndo o risco de que o tomador dos recursos não honre a obrigação ou o empreendimento não renda o esperado.
- ✓ **Risco de liquidez:** pode ser tanto dos ativos quanto das cotas das classes que compõem o fundo. No caso dos ativos, o risco de liquidez consiste na eventual dificuldade que o gestor possa encontrar para vender os ativos que compõem a carteira da classe, ficando impossibilitado de atender aos pedidos de resgate do investimento. No caso das cotas, o risco de liquidez decorre da dificuldade, em classe fechada, do investidor encontrar um comprador para as suas cotas, forçando-o a vender por um valor mais baixo que o esperado, caso sua necessidade de recursos seja imediata.

Por estes motivos, é importante que o investidor se mantenha informado sobre os ativos que compõem a carteira da classe em que investe, sobre as restrições ao resgate e sobre o mercado para a negociação de cotas de classes fechadas, tanto na hora de investir quanto periodicamente, para decidir se permanecerá ou não com o investimento.

É importante destacar que investimentos em fundos de investimento não contam com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), do administrador, do gestor, dos demais prestadores de serviços do fundo, ou ainda, de mecanismos de seguros. Porém, a regulamentação prevê completa segregação entre as atividades do fundo e de seus prestadores de serviços. Nesse sentido, o patrimônio do fundo não se confunde nem se comunica com o da instituição administradora ou do gestor. Portanto, se um prestador de serviços do fundo falir, os ativos de suas classes que estão sob a sua administração e/ou gestão não são afetados, com exceção de eventuais títulos e valores mobiliários emitidos pelo prestador de serviços que por ventura façam parte da carteira da classe. Nessa hipótese de problemas com prestadores de serviços, se essenciais, suas respectivas responsabilidades deverão ser transferidas para outra instituição.

Usualmente, o retorno de um investimento está associado ao seu grau de risco. Maiores retornos normalmente estão associados a um maior grau de risco. As aplicações mais conservadoras costumam apresentar uma menor rentabilidade, mas o seu grau de risco geralmente também é menor.

Fundos de investimento que apresentem rentabilidade muito superior aos demais fundos da mesma natureza devem ser bem analisados, pois seu gestor pode estar incorrendo em um risco muito maior que os demais, o que pode, eventualmente, não ser adequado ao perfil do investidor.

### 3.8.1. Ferramentas para Gerenciamento do Risco de Liquidez

Considerando os riscos resumidamente apontados acima, principalmente o risco de liquidez dos ativos, a norma contempla ferramentas a serem utilizadas pelo gestor e administrador de forma a permitir a tentativa de manutenção da saúde financeira das classes em momentos de maior oscilação de mercado, notadamente em corridas de resgate pelo mercado.

Podemos mencionar 3 das principais ferramentas descritas na Resolução CVM 175 a serem utilizadas em classes abertas: (i) barreiras ao resgate (*gate*), (ii) fechamento da classe para resgate e (iii) cisão de parcela ilíquida da classe (*side pocket*).

O anexo da classe poderá prever a existência de barreiras aos resgates (*gate*), por meio das quais o gestor pode, a seu critério, de acordo com parâmetros estabelecidos

no anexo da classe, limitar os pedidos de resgate a uma fração do patrimônio líquido da classe, sem prejuízo do tratamento equitativo entre os cotistas. Nas classes destinadas ao varejo, os parâmetros de liquidez que autorizam a adoção do mecanismo devem levar em consideração, no mínimo, a representatividade dos resgates solicitados em relação ao patrimônio líquido da classe, e nas classes restritas existe maior liberdade para a sua definição.

Por outro lado, no caso de fechamento dos mercados e em casos excepcionais de iliquidez dos ativos componentes da carteira, inclusive em decorrência de pedidos de resgates incompatíveis com a liquidez existente, ou que possam implicar alteração do tratamento tributário da classe, o administrador, o gestor ou ambos, de acordo com o disposto no anexo da classe, podem declarar o fechamento da classe de cotas para a realização de resgates.

Neste caso, uma série de medidas deverão ser tomadas pelo administrador e gestor, tais como o cancelamento de todos os pedidos de resgate pendentes de conversão, a eventual convocação de Assembleia Especial de Cotistas para deliberar pela reabertura ou manutenção do fechamento para resgate, cisão da classe, liquidação da classe, dentre outras.

Por fim, como alternativa à Assembleia Especial mencionada acima, a seu exclusivo critério e sob sua responsabilidade, o gestor pode cindir do patrimônio da classe os ativos excepcionalmente ilíquidos, para sua utilização na integralização de cotas de uma nova classe fechada.

Em todos os casos mencionados acima para o tratamento das situações excepcionais de iliquidez deverá haver a divulgação de fato relevante ao mercado.

### **3.9. Limitação da Responsabilidade dos Cotistas e Insolvência da Classe**

---

Tendo em vista que os fundos são investimentos de risco e que existe a possibilidade de perda do capital investido, é importante que o investidor avalie até onde irá sua responsabilidade no caso de perda total dos investimentos.

A Resolução CVM 175 estipula que os anexos das classes devem especificar se a res-

ponsabilidade dos cotistas estará limitada ao valor das cotas por eles subscritas ou se a responsabilidade será ilimitada. Caso seja adotada a responsabilidade limitada, a expressão “Responsabilidade Limitada” deve constar na denominação da classe. No caso de responsabilidade ilimitada, os investidores devem assinar um termo de ciência de assunção dessa responsabilidade.

Na ausência de limitação da responsabilidade do cotista, este será responsável por eventual patrimônio líquido negativo. Em outras palavras, exista a quebra dos investimentos e não houver mais qualquer patrimônio na classe, os cotistas poderão ser chamados a arcar, não apenas com o prejuízo total dos recursos investidos, mas também com recursos adicionais eventualmente necessários para cobrir a perda. Para classes sem limitação de responsabilidade, os investidores deverão assinar termo de ciência no momento do investimento.

Vale destacar que as classes de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por elas assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé.

Nas classes com limitação de responsabilidade dos investidores, caso o administrador venha a identificar que o patrimônio líquido da classe está negativo, diversas medidas deverão ser tomadas, incluindo o fechamento para resgates, suspensão de subscrição, amortização de cotas, comunicação ao gestor sobre o patrimônio negativo, divulgação de fato relevante e cancelamento de pedidos de resgate pendentes de conversão. Em até 20 dias, o administrador e o gestor devem elaborar um plano de resolução do patrimônio líquido negativo e convocar uma assembleia de cotistas para deliberar sobre o plano.

Caso o plano não seja aprovado, os cotistas podem deliberar sobre: (i) aporte adicional de recursos; (ii) cisão, fusão ou incorporação da classe a outro fundo com proposta analisada pelo administrador e gestor; (iii) liquidação da classe; ou (iv) solicitação judicial de insolvência do fundo e/ou classe.

Com isso, caso o patrimônio líquido da classe venha a se tornar negativo e desde que as medidas necessárias mencionadas acima não sejam tomadas ou não sejam suficientes, poderá haver a decretação da insolvência da classe.

## 3.10. Custos e Taxas

---

Na hora de comparar diferentes classes e/ou subclasses de investimento é importante considerar seus custos. No Brasil, por conta das normas da CVM, todos os custos devem ser descontados do valor da cota e, portanto, da rentabilidade divulgada.

Assim, quando se compara a rentabilidade de classes, o que se vê é o resultado líquido que a classe obteve, já descontados os custos. Por isso, uma classe com custos mais altos, mas que tenha melhor resultado, poderá ser comparado com outra de custos e resultados mais baixos.

As taxas mais conhecidas são a taxa de administração e de gestão, cobradas em praticamente todos os fundos. Elas são divulgadas como taxas anuais, mas suas cobranças são realizadas, proporcional e diariamente, e descontadas do valor da cota.

Além das taxas de administração e gestão, a Resolução CVM 175 contempla a obrigatoriedade de o anexo da classe fazer referência (i) à taxa máxima de distribuição, sendo referida taxa representativa do montante total para remuneração dos distribuidores da classe, expressa em percentual anual do patrimônio líquido, bem como (ii) à taxa máxima de custódia devida ao custodiante da classe, também expressa em percentual anual do patrimônio líquido.

Outra taxa que aparece com certa frequência é a taxa de performance, que é cobrada quando o resultado da classe supera um certo patamar (ou meta) previamente estabelecido no regulamento. Se o resultado da classe ficar abaixo da meta, a taxa de performance não é cobrada.

Além da taxa de administração e da taxa de performance, existem também outras que podem ser cobradas, apesar de não serem muito comuns no mercado brasileiro, como por exemplo: taxa de entrada (devida quando se faz o investimento) e taxa de saída (devida quando se realiza o resgate).

Importante lembrar que as classes restritas (aqueles destinadas a investidores qualificados e profissionais) possuem maior liberdade para a estipulação dos formatos de cobrança das taxas devidas aos prestadores de serviços do fundo.

Por fim, a regulamentação aplicável a cada categoria de fundo possui uma lista expressa e taxativa de encargos que poderão ser debitados do patrimônio

da classe. Caso o encargo não esteja ali indicado, deverá o administrador ou o gestor, conforme o caso, arcar com tal despesa.

### **3.11. Tributação**

---

Além das taxas e custos citados anteriormente, os investimentos em fundos estão sujeitos à cobrança de impostos, conforme definições legais e legislação da Secretaria da Receita Federal do Brasil.

É importante que o investidor conheça a tributação incidente sobre cada tipo de operação e de fundo, pois isso impacta na rentabilidade final do investimento e também influencia na comparabilidade dos diferentes fundos e, principalmente, de diferentes tipos de investimentos.

Em termos gerais, todas as aplicações financeiras estão sujeitas à cobrança de dois tributos: o Imposto de Renda (IR), e o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos e Valores Mobiliários (IOF, também conhecido apenas como Imposto sobre Operações Financeiras).

#### *Imposto de Renda*

Sob a perspectiva tributária, os fundos são divididos em (i) fundos do “regime geral”; (ii) fundos do “regime específico não sujeitos à tributação periódica”; e (iii) fundos sujeitos a “regimes próprios”.

Os rendimentos das aplicações em fundos de investimento do “regime geral”, como é o caso dos fundos de Renda Fixa, ficam sujeitos à incidência do Imposto de Renda Retido na Fonte (“IRRF”) a alíquotas regressivas (22,5% a 15%) em função do prazo de aplicação, independentemente de tratar-se de fundo aberto ou fechado, nas seguintes datas: (i) no último dia útil dos meses de maio e novembro (incidência periódica conhecida como “come-cotas”); ou (ii) na data da distribuição de rendimentos, amortização, ou resgate de cotas, caso tais eventos ocorram antes da incidência do come-cotas.

Na hipótese de aplicação em fundos do “regime específico não sujeitos à tributação periódica” (como é o caso dos Fundos de Investimento em Ações), não há incidência de come-cotas e o IRRF é devido na data da distribuição de rendimentos, da amortização ou do resgate de cotas, à alíquota de 15%.

No caso dos fundos sujeitos a “regimes próprios”, como é o caso do Fundo de Investimento Imobiliário, deve-se observar as regras específicas criadas por legislações próprias.

#### ✓ Fundos de Ações

São fundos que devem ter, no mínimo, 67% dos seus recursos em ações e demais ativos relacionados, conforme indicado em tópico específico acima, negociadas em Bolsa de Valores. Esses fundos contam com alíquota única de Imposto de Renda, independente do prazo em que o investidor permanecer com os recursos investidos. O imposto será cobrado sobre o rendimento bruto do fundo, quando você resgatar sua aplicação.

PRAZO DA APLICAÇÃO	ALÍQUOTA DE IR
Independentemente do prazo da aplicação	15%

#### ✓ Fundos de Curto Prazo

Para fins de tributação, são considerados fundos de curto prazo aqueles cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a 365 dias. Eles estão sujeitos à incidência de imposto de renda na fonte conforme as seguintes alíquotas:

PRAZO DA APLICAÇÃO	ALÍQUOTA DE IR
Até 180 dias	22,50%
Acima de 180 dias	20%

Mesmo se o investidor permanecer com os recursos investidos por prazo superior a um ano, nos fundos de curto prazo não há a alíquota abaixo de 20%.

### ✓ Fundos de Longo Prazo

Para fins de tributação, são considerados fundos de investimento de longo prazo aqueles cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou superior a 365 dias. Eles estão sujeitos à incidência de imposto de renda na fonte conforme as seguintes alíquotas:

PRAZO DA APLICAÇÃO	ALÍQUOTA DE IR
Até 180 dias	22,5%
De 181 a 360 dias	20%
De 361 a 720 dias	17,5%
Acima de 720 dias	15%

Como você pode observar, neste tipo de fundo, se um investidor deixar sua aplicação por um período superior a dois anos ele pagará 15% de imposto de renda sobre o rendimento do fundo.

### O Sistema Come-cotas

O Imposto de Renda dos fundos de investimentos sujeitos ao “regime geral” é recolhido no último dia útil dos meses de maio e novembro, em um sistema denominado “come-cotas”. Para esse recolhimento é usada a menor alíquota de cada tipo de fundo: 20% para fundos de tributação de curto prazo e 15% para fundos de tributação de longo prazo. Dessa forma, a cada seis meses os fundos automaticamente deduzem esse imposto de renda dos cotistas, em função do rendimento obtido pelo fundo nesse período.

Além disso, no momento do resgate da aplicação do investidor, se for o caso, será feito o recolhimento da diferença, de acordo com a alíquota final devida, conforme o prazo de permanência desse investimento no fundo.

### *Imposto sobre Operações Financeiras*

O IOF incide sobre o rendimento nos resgates feitos num período inferior a 30 dias. O percentual do imposto é regressivo e varia de 96 % do rendimento apurado (aplicações com duração de 1 dia) a 0% (a partir do 30º dia de aplicação, inclusive), dependendo do tempo da aplicação das cotas vendidas. O IOF não é devido, porém, na hipótese de aplicação em Fundos de Ações.

# 4 --- COMPANHIAS ---

## 4. Companhias

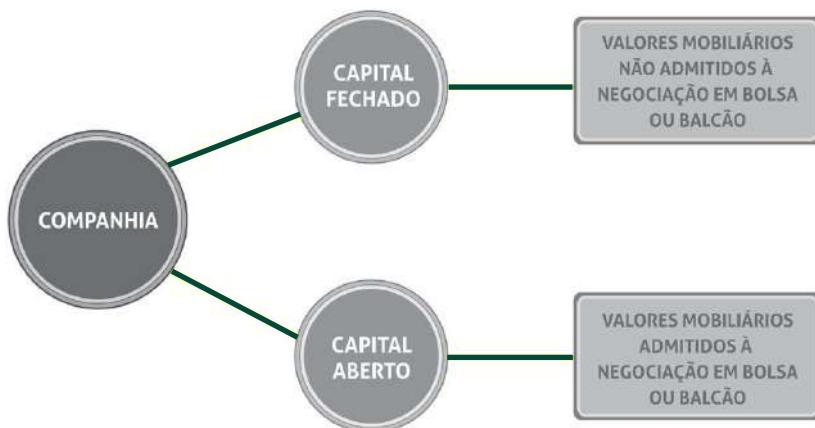
### 4.1. As Sociedades por Ações

Duas das principais características das Companhias, também chamadas de Sociedades Anônimas, ou Sociedades por Ações, estão claramente definidas logo no primeiro artigo da Lei 6.404/76, popularmente conhecida como “Lei das S.A.”:

*Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.*

Nas companhias, o capital social é dividido em ações que são subscritas pelos sócios, os acionistas. Elas são consideradas sociedades de capital, pois, ao contrário do que ocorre, por exemplo, nas Sociedades por Cotas de Responsabilidade Limitada, não há nenhum contrato que ligue diretamente os sócios. As ações são, a princípio, de livre negociação, podendo cada um dos acionistas negociar sua participação na sociedade quando melhor lhe convier, sem necessidade de concordância dos demais sócios.

Em relação à responsabilidade, cada acionista responde apenas pelo preço de emissão das suas ações, não possuindo nenhuma responsabilidade adicional por compromissos assumidos pela companhia, nem mesmo no caso de liquidação da companhia.



As companhias podem ser classificadas em duas espécies:

### *Companhia Aberta*

Companhias cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercados organizados de Bolsa ou Balcão. Para isso, devem ser obrigatoriamente registradas na CVM.

*Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.*

*§1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.*

*§2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.*

### *Companhia Fechada*

Por exclusão, a companhia que não possui valores mobiliários de sua emissão negociados em mercados organizados, será considerada uma companhia fechada, ou companhia de capital fechado.

Qual o termo correto: Sociedade por Ações ou Sociedade Anônima? Não existe uma definição formal e as duas opções podem ser utilizadas. A própria “Lei das S.A.” utiliza os dois termos: na ementa ela fala em “Dispõe sobre as Sociedades por Ações” e logo em seguida, no artigo primeiro, aparece: “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações[...]”. Ressaltamos, entretanto, que atualmente o termo considerado mais adequado é “Sociedade por Ações”, sobretudo após a proibição de emissão de ações ao portador, um dos principais motivos que lhes davam a caracterização de “anônimas”.

## 4.2. O Acionista e seus direitos

---

### 4.2.1. Participação nos Resultados

Quando duas ou mais pessoas se dispõem a aplicar seus esforços e capitais em um determinado empreendimento por meio de uma sociedade, o fazem com o objetivo de, após determinado tempo, se apropriar dos lucros do negócio, os quais serão repartidos entre os sócios empreendedores.

Da mesma forma, quem investe em uma companhia aberta deseja participar dos lucros que vierem a ser obtidos. Seja subscrevendo ações em um aumento de capital, seja adquirindo-as no mercado, o investidor está buscando aplicar seus recursos em uma empresa que consiga bons resultados em suas atividades para participar do seu rateio depois.

Por isso, a Lei das S.A. estabelece que um dos direitos essenciais de qualquer acionista de uma companhia, seja ela aberta ou fechada, é o de participar dos lucros, sob a forma de distribuição de dividendos.

Nem todos os acionistas participam destes lucros em igualdade de condições, uma vez que certas espécies e classes de ações podem conferir aos seus titulares vantagens econômicas diferenciadas em relação aos titulares de outras.

### 4.2.2. Os Lucros e Dividendos

No exercício de suas atividades, as empresas auferem receita. É o que acontece, por exemplo, quando a sociedade presta serviços ou vende produtos, recebendo em contrapartida o valor correspondente. Ao longo de um ano, ou exercício social, estas receitas vão se acumulando e, ao final do período, a empresa deve verificar qual o total das receitas auferidas e diminuí-las do total das despesas incorridas e outros ajustes impostos pela legislação societária e fiscal, obtendo o denominado “resultado do exercício”.

A Lei das S.A. determina que, do resultado do exercício, deverão ser deduzidos os prejuízos acumulados em exercícios anteriores, constituída uma provisão para pagamento do imposto de renda, participações estatutárias de empregados e administradores, além de outras deduções determinadas ou permitidas pela legislação. O valor que encontramos após estas operações denomina-se “lucro líquido”.

Ao final de cada exercício, os administradores devem ouvir o Conselho Fiscal (se estiver em funcionamento) e posteriormente submeter à Assembleia Geral Ordinária da companhia as demonstrações financeiras relativas ao período encerrado. Juntamente com tais demonstrações financeiras, os administradores devem apresentar uma proposta de destinação do lucro líquido daquele exercício, se algum lucro tiver sido auferido.

Chamamos de dividendo a parcela do lucro líquido que, após a aprovação da Assembleia Geral Ordinária, será destinada aos acionistas da companhia. O montante dos dividendos deverá ser dividido entre as ações existentes, para sabermos quanto será devido aos acionistas por cada ação que eles possuem.

Para garantir a efetividade do direito do acionista ao recebimento de dividendos, a Lei das S.A. prevê o sistema do dividendo obrigatório, de acordo com o qual as companhias são obrigadas a, existindo lucro, destinar parte dele aos acionistas, a título de dividendo. A lei confere às companhias liberdade para estabelecer, em seus estatutos sociais, o percentual do lucro líquido do exercício que deverá ser distribuído anualmente aos acionistas, desde que o faça com “precisão e minúcia” e não sujeite a determinação do seu valor ao exclusivo arbítrio de seus administradores e acionistas controladores.

### *O Dividendo Obrigatório*

Segundo a Lei 6.404/76, os acionistas têm direito a receber como dividendo uma parcela dos lucros obtidos pela sociedade em cada exercício social. É chamada de “Dividendo Obrigatório” a menor porcentagem do lucro que deve ser distribuída como dividendos.

A decisão sobre a destinação do lucro é tomada a cada ano pela Assembleia Geral. Qualquer porcentagem dos lucros poderá ser destinada aos acionistas, contanto que esse valor seja maior ou igual ao Dividendo Obrigatório.

Existem alguns mitos sobre qual o menor valor que o estatuto pode definir para o dividendo obrigatório. Com objetivo didático, podemos considerar três situações, com a indicação do artigo da lei que dispõe sobre cada caso:

- ✓ como regra geral, o estatuto pode definir como dividendo obrigatório qualquer porcentagem do lucro. Poderia ser definido, por exemplo, o valor de 1% (um por cento) do lucro (artigo 202, caput);
- ✓ no entanto, se o estatuto for omisso sobre este assunto, o dividendo obrigatório será considerado 50% do lucro líquido ajustado (artigo 202, caput e inciso I); e

- ✓ se o estatuto for omissivo e posteriormente a Assembleia Geral decidir alterá-lo para estabelecer um valor, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado (artigo 202, parágrafo segundo).

O valor do dividendo obrigatório estabelecido no estatuto social pode ser reduzido? Sim, por decisão da assembleia geral. Entretanto, isso não é comum porque, conforme estabelecido nos artigos 136 e 137 da Lei 6.404/76, a companhia deve oferecer ao acionista dissidente (discordante) o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações.

Nos exercícios sociais em que houver lucro, mas a situação financeira da companhia for incompatível à distribuição de dividendos, ele poderá não ser distribuído nem na porcentagem obrigatória. Em tais exercícios, os órgãos da administração deverão informar tal fato à Assembleia Geral, juntamente com parecer do Conselho Fiscal (se em funcionamento) e encaminhar à CVM exposição justificativa da informação transmitida à Assembleia. Nesta hipótese, os lucros não distribuídos serão registrados como reserva especial e, caso não sejam absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo tão logo a situação financeira da companhia o permita.

#### 4.2.3. Ações Preferenciais e Distribuição de Dividendos

A Lei das S.A. permite que uma sociedade emita ações preferenciais, que podem ter seu direito de voto suprimido ou restrito por disposição do estatuto social da companhia. Em contrapartida, tais ações deverão receber uma vantagem econômica em relação às ações ordinárias. A lei permite, ainda, que as companhias abertas tenham várias classes de ações preferenciais, que conferirão a seus titulares diferentes vantagens.

Os titulares de tais ações poderão comparecer às Assembleias Gerais da companhia e opinar sobre as matérias objeto de deliberação, mas não poderão votar.

As vantagens econômicas a serem conferidas às ações preferenciais em troca dos direitos políticos suprimidos, conforme dispõe a Lei, poderão consistir em prioridade de distribuição de dividendo, fixo ou mínimo, prioridade no reembolso do capital ou uma combinação de vantagens.

- ✓ **Dividendos fixos:** são aqueles cujo valor encontra-se devidamente quantificado no estatuto, seja em montante certo em moeda corrente, em percentual do capital, do valor nominal da ação ou, ainda, do valor do patrimônio líquido da ação. Nesta hipótese, tem o acionista direito apenas a tal valor, ou seja, uma vez atingido

o montante determinado no estatuto, as ações preferenciais com direito ao dividendo fixo não participam dos lucros remanescentes, que serão distribuídos entre ações ordinárias (e preferenciais de outras classes, se houver).

✓ **Dividendo mínimo:** é aquele também previamente quantificado no estatuto, seja com base em montante certo em moeda corrente, seja em percentual do capital, do valor nominal da ação ou, ainda, do valor do patrimônio líquido da ação. Porém, ao contrário das ações com dividendo fixo, as que fazem jus ao dividendo mínimo participam dos lucros remanescentes, após assegurado às ordinárias dividendo igual ao mínimo. Assim, após a distribuição do dividendo mínimo às ações preferenciais, às ações ordinárias caberá igual valor. Se ainda restarem valores a serem distribuídos, eles serão partilhados entre ambas espécies de ações, em igualdade de condições.

O dividendo fixo ou mínimo assegurado às ações preferenciais pode ser cumulativo ou não. Em sendo cumulativo, no caso de a companhia não ter obtido lucros durante o exercício em montante suficiente para pagar integralmente o valor dos dividendos fixos ou mínimos, o valor faltante será acumulado para os exercícios posteriores. Esta prerrogativa depende de expressa previsão estatutária.

No caso das companhias abertas, existem algumas opções de vantagens que podem ser conferidas aos seus titulares das ações preferenciais em troca da supressão do direito de voto. A mais conhecida é aquela que oferece dividendos pelo menos 10% maiores do que aquele oferecido às ordinárias, mas não é a única possível. Veja a seguir opções de vantagens que podem ser oferecidas:

- ✓ direito a participar de uma parcela correspondente a, no mínimo, 25% do lucro líquido do exercício, sendo que, desse montante, lhes será garantido um dividendo prioritário de pelo menos 3% do valor do patrimônio líquido da ação e, ainda, o direito de participar de eventual saldo desses lucros distribuídos, em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a eles assegurado igual dividendo mínimo;
- ✓ direito de receber dividendos pelo menos 10% maiores que os pagos às ações ordinárias; ou
- ✓ direito de serem incluídas na oferta pública em decorrência de eventual alienação de controle, como será visto em capítulo posterior.

#### 4.2.4. O Direito de Preferência para a Subscrição de Ações

Quando alguém adquire ações, passa a ser titular de uma fração do capital social de uma companhia. Todavia, quando o capital é aumentado e novas ações são emitidas, as ações até então detidas por tal acionista passam a representar uma fração menor do capital, ainda que o valor em moeda seja o mesmo.

Diluição de participação: imagine, por exemplo, que você possua 1.000 ações de uma empresa que tem um total de 10.000 ações. Você é dono, portanto, de 10% da companhia. Em determinado momento, ela está precisando de dinheiro para investimentos e decide emitir 2.500 novas ações, vendendo esses ativos no mercado, para outros investidores. Note que você continua dono das mesmas 1.000 ações, mas a companhia agora tem um total de 12.500 ações, e você, então, passa a ser dono de apenas 8% da companhia. Chamamos de “diluição” essa redução da participação dos acionistas antigos pela emissão de novas ações.

Para evitar que ocorra essa diminuição na participação percentual detida pelo investidor no capital da companhia, a lei assegura a todos os acionistas, como um direito essencial, a preferência na subscrição das novas ações que vierem a ser emitidas em um aumento de capital, na proporção de sua participação no capital, anteriormente ao aumento proposto. Dessa forma, se o investidor assim desejar, pode subscrever essas novas ações, na mesma proporção que já possuía, e manter exatamente a mesma participação que possuía antes da emissão.

O prazo para o exercício do direito de preferência deverá ser fixado pelo estatuto social da companhia ou na Assembleia em que for deliberado o aumento do capital social e não poderá ser inferior a 30 dias. Neste período, o acionista deverá manifestar sua intenção de subscrever as novas ações emitidas no âmbito do aumento de capital. Caso não o faça, perderá o direito de preferência.

Alternativamente, caso não deseje participar do aumento, o acionista pode ceder ou vender seu direito de preferência. Esse direito de subscrição pode ser livremente negociado, inclusive em bolsa de valores.

Da mesma forma como ocorre com as ações, os acionistas também terão direito de preferência nos casos de emissão de títulos conversíveis em ações, tais como debêntures conversíveis e bônus de subscrição.

### *Exclusão do Direito de Preferência*

Apesar do direito de preferência ser considerado um direito essencial do acionista, a Lei das S.A. permite que nas companhias abertas com capital autorizado<sup>1</sup>, em certas situações excepcionais, tal direito seja excluído ou, ainda, que o prazo de 30 dias para o seu exercício seja reduzido, desde que haja previsão no estatuto social. Estas situações excepcionais são:

- ✓ emissão de ações para venda em bolsa de valores ou subscrição pública;
- ✓ permuta por ações, em ofertas públicas de aquisição de controle de outras companhias; e
- ✓ aumentos de capital no âmbito de projetos de incentivos fiscais. Além disso, os acionistas não terão direito de preferência nos casos de:
  - ✓ conversão de debêntures e outros títulos em ações, posto que, nestas hipóteses, o direito de preferência deve ser exercido no momento da emissão do título; e
  - ✓ outorga e exercício de opção de compra de ações aos administradores, empregados ou outras pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedades sob seu controle.

Em todos os casos acima mencionados, a exclusão ou a redução do prazo do direito de preferência deverá afetar todos os acionistas, não podendo haver distinção no tratamento de acionistas controladores e minoritários.

#### **4.2.5. Bonificações**

Ao longo das atividades, a Companhia poderá destinar parte dos lucros sociais para a constituição de uma conta de “Reservas”. Caso a companhia queira, em exercício social posterior, distribuir aos acionistas o valor acumulado na conta de Reservas, poderá fazê-lo na forma de Bonificação, podendo efetuar o pagamento em espécie ou com a distribuição de novas ações.

---

<sup>1</sup> Companhias com capital autorizado são aquelas que já possuem em seu estatuto social autorização para aumento de capital até determinado valor.

#### 4.2.5. Direito de Voto

Nas sociedades por ações, a vontade social forma-se por meio do exercício do direito de voto, manifestado nas Assembleias Gerais.

O acionista, ao participar e votar nas Assembleias Gerais, exerce uma prerrogativa fundamental da condição de acionista, visto que o voto por ele manifestado poderá influenciar a formação da vontade da sociedade.

Ao exercer tal direito, o acionista, seja minoritário ou controlador, deve sempre observar o princípio básico de que o voto visa ao atendimento do interesse da sociedade, e não aos interesses particulares de cada acionista.

A Lei das S.A. estabelece que o voto proferido de forma contrária ao interesse da sociedade poderá vir a ser anulado e que o acionista poderá vir a ser responsabilizado pelos prejuízos que sua conduta contrária ao interesse social causar à sociedade ou a terceiros, ainda que seu voto não tenha prevalecido na Assembleia Geral.

#### *O Direito de Voto e as Diversas Espécies de Ações*

Todos os acionistas, independentemente da espécie ou classe de ações de que sejam titulares, têm o direito de participar das assembleias, expressar sua opinião sobre as matérias objeto de discussão e requerer esclarecimentos à mesa ou aos administradores presentes.

Os acionistas poderão também se candidatar e ser votados para integrar os órgãos de administração e o conselho fiscal da companhia.

Os acionistas titulares de ações ordinárias têm, necessariamente, o direito de voto nas deliberações da Assembleia Geral. Por este motivo o voto é considerado um direito fundamental dos titulares de ações ordinárias, tanto que a Lei das S.A. estabelece que cada ação ordinária deve corresponder a um voto nas deliberações da Assembleia Geral.

Sobre essa aspecto, houve uma alteração na Lei das S.A., em 2021, que passou a admitir a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 votos por ação ordinária, tanto na Companhia Fechada quanto na Aberta. Sendo que, na Companhia Aberta, essa faculdade só é admitida caso a criação da classe ocorra previamente à negociação de quaisquer ações ou valores mobiliários conversíveis em ações de sua emissão em mercados organizados de valores mobiliários (artigos 16 e 110-A).

A lei também admite que o estatuto social preveja a existência de uma ou mais classes de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito. Para tanto, faz-se necessário que:

- ✓ haja disposição estatutária expressa neste sentido; e
- ✓ o estatuto social atribua uma vantagem de natureza econômica aos titulares de tais ações, observados os requisitos mínimos admitidos pela Lei das S.A., que compense a privação ou restrição do direito de voto.

#### *Hipóteses em que as Ações Preferenciais podem Votar*

Conforme anteriormente mencionado, o direito de voto pode ser restringido ou excluído dos titulares de ações preferenciais.

No entanto, há casos em que as ações preferenciais, ainda que não possuam direito de voto, podem votar como qualquer outra ação, entre os quais vale destacar:

- ✓ na assembleia de constituição da sociedade;
- ✓ na assembleia especial dos titulares de ações em circulação no mercado para deliberar sobre a necessidade de realização de nova avaliação da companhia para efeitos de uma oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta;
- ✓ nas assembleias especiais dos titulares de ações de espécie ou classe que forem prejudicadas em decorrência de deliberações tomadas em Assembleia Geral Extraordinária que versem sobre: a criação de ações preferenciais; o aumento de classe de ações preferenciais existentes sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais (salvo se tal possibilidade já estiver previamente autorizada no estatuto); a alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de preferenciais; e a criação de uma nova classe de ações preferenciais mais favorecida;
- ✓ na assembleia convocada para aprovar a nomeação dos peritos ou empresa especializada responsável pela apuração do valor econômico da companhia para a fixação do valor de reembolso devido aos acionistas dissidentes de deliberação da Assembleia geral extraordinária;
- ✓ na eleição, em separado, de um membro do conselho fiscal ou de administração, desde que compareçam à Assembleia Geral titulares de ações preferenciais que re-

presentem, no mínimo, 10% do capital social; e

- ✓ em todas as Assembleias Gerais, durante o período em que a companhia permanecer em estado de liquidação.

#### *Direito de voto por falta de pagamento de dividendos*

Por fim, os acionistas titulares de ações preferenciais adquirem o direito de voto caso a companhia deixe de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus pelo prazo previsto no estatuto social, que não pode ser superior a três exercícios sociais.

Nesta hipótese, os titulares de ações preferenciais passam a ter direito de voto em todas as matérias submetidas à Assembleia Geral, continuando a exercer este direito até que a companhia volte a pagar os dividendos assegurados a tais ações ou até que sejam pagos os dividendos cumulativos em atraso, se for o caso.

Vale destacar que este direito de voto só é concedido caso o estatuto determine como vantagem, para as ações preferenciais, o pagamento prioritário de dividendos fixos ou mínimos. Caso a vantagem atribuída às ações preferenciais seja o reembolso de capital, como é permitido pela lei, esses acionistas não adquirem direito de voto, mesmo após três anos sem o pagamento de dividendos.

#### **4.2.6. Direito de Convocar Assembleias**

A Lei das S.A. estabelece as regras sobre a competência para a convocação das Assembleias Gerais das sociedades por Ações, atribuindo aos órgãos da administração a competência principal para convocar a Assembleia Geral.

No entanto, a Assembleia Geral poderá ser convocada por iniciativa dos acionistas minoritários, nas seguintes hipóteses:

#### *Convocação por acionista individual*

A convocação pode ser feita por qualquer acionista na hipótese de os administradores retardarem por mais de 60 dias a convocação, nos casos em que a lei ou o estatuto social imponham expressamente a realização de Assembleia Geral.

Deste modo, qualquer acionista, ainda que titular de uma única ação, terá a faculdade de convocar a Assembleia Geral individualmente, desde que sua realização esteja prevista em lei ou no estatuto e os administradores tenham se omitido no cumprimento de seu dever de efetuar a convocação.

É o caso, principalmente, da Assembleia Geral Ordinária, que deve ser obrigatoriamente realizada nos quatro primeiros meses de cada exercício social. Transcorridos mais de 60 dias do fim deste prazo e não tendo sido convocada a Assembleia Geral Ordinária, qualquer acionista poderá fazê-lo.

#### *Convocação por acionistas que representem 5% do capital social*

A Lei das S.A. assegura aos acionistas minoritários que representem, separadamente ou em conjunto, pelo menos 5% do capital social, o direito de solicitar a convocação de Assembleia para deliberar sobre quaisquer matérias que eles considerem de interesse da sociedade. Para tanto, tais acionistas deverão apresentar aos administradores da sociedade um pedido neste sentido, devidamente fundamentado, com indicação dos assuntos a serem tratados. Caso o pedido de convocação da Assembleia não seja atendido no prazo de 8 dias, os próprios acionistas poderão promover diretamente a convocação.

#### *Convocação de Assembleia Geral para deliberar sobre a instalação do Conselho Fiscal*

Acionistas que representem, no mínimo, 5% do capital votante, ou 5% das ações sem direito a voto, poderão convocar a Assembleia Geral com o objetivo específico de deliberar sobre a instalação do conselho fiscal, quando o pedido de convocação de Assembleia para tal finalidade não for atendido, no prazo de 8 dias, pelos administradores da companhia.

#### *Convocação de Assembleia especial para deliberar sobre a proposta de nova avaliação da companhia*

Na hipótese de vir a ser realizada uma oferta pública para a aquisição das ações de emissão da companhia aberta em circulação no mercado, em decorrência de:

- ✓ cancelamento de registro de companhia aberta;
- ✓ aumento de participação do acionista controlador; ou

- ✓ acionistas representando, no mínimo, 10% das ações em poder dos minoritários, poderão convocar uma Assembleia especial dos titulares das ações em circulação no mercado, com a finalidade de deliberar sobre a realização de uma nova avaliação da companhia.

#### 4.2.7. O Direito de Requerer o Adiamento de Assembleias

A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia:

- ✓ determinar, fundamentadamente, o adiamento de assembleia geral por até 30 (trinta) dias, em caso de insuficiência de informações necessárias para a deliberação, contado o prazo da data em que as informações completas forem colocadas à disposição dos acionistas; ou
- ✓ interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembléia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembléia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembléia viola dispositivos legais ou regulamentares.

Em qualquer das duas situações, o acionista minoritário deve apresentar tal pedido à CVM com antecedência mínima de 8 dias úteis da data inicialmente estabelecida para a realização da assembleia. A CVM, por sua vez, ao receber a solicitação do acionista minoritário, deve ouvir a companhia antes de tomar a decisão sobre o aumento ou a interrupção do prazo de convocação da assembleia.

### 4.3. Divulgação de Informações

---

O modelo regulatório brasileiro ressalta a importância do sistema de divulgação e disseminação de informações pelos emissores de valores mobiliários. A política de divulgação de informações tem regras bem definidas pela CVM, de aplicação obrigatória pelas empresas abertas. O objetivo é permitir aos investidores e potenciais investidores tomar decisões de compra, venda ou manutenção de posições a partir do fornecimento de informações completas, iguais e disponibilizadas simultaneamente para todos, em consonância com o que é

conhecido como princípio do *full disclosure*.

O rigor da regulação da CVM e o surgimento de novos veículos de comunicação, como a internet, aceleram a velocidade de divulgação de informações e ampliam o seu alcance a um número considerável de agentes ao mesmo tempo. A qualidade dos dados divulgados, nesse cenário, precisa ser ainda mais apurada e previamente debatida dentro da companhia para se adequar às exigências da regulação e dos padrões de demanda dos investidores.

O debate sobre as melhores práticas de divulgação cresceu nos últimos anos, e deve ser acompanhado atentamente pelos departamentos de Relações com Investidores (RI). O sistema deve ser eficiente para impedir a utilização de informação privilegiada (*inside information*) e contribuir para que os preços dos ativos reflitam a disponibilização de informações, de modo adequado, a todos os agentes simultaneamente.

O atendimento a todos os públicos estratégicos da companhia passa também, necessariamente, pela superação de eventuais dificuldades de comunicação, buscando fornecer informações de modo democrático e ágil. Cabe à área de RI organizar seu trabalho de maneira a atender adequadamente à demanda desses públicos diferenciados: academia, organizações não governamentais, órgãos reguladores, fornecedores, acionistas, clientes, investidores, analistas, institutos e imprensa, como será visto no capítulo sobre “Relações com Investidores”.

As informações que as empresas listadas em Bolsa são obrigadas a divulgar ao mercado, aos acionistas e aos investidores estão definidas na Lei das Sociedades por Ações e na regulamentação da CVM, incluindo, entre outras, demonstrações financeiras, formulário de referência, formulários de demonstrações financeiras padronizadas, formulário de informações trimestrais, atos ou fatos relevantes, editais de convocação e atas de assembleias.

Com o alinhamento das normas brasileiras aos padrões internacionais, como será visto a seguir, reforçou-se o princípio da relevância e da representação fidedigna como características qualitativas fundamentais da informação contábil-financeira.

Relevante é a informação capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelo usuário, enquanto fidedigna é a informação que se propõe a retratar a realidade econômica do fenômeno, de forma completa, neutra e livre de erro.

#### 4.3.1. Convergência Internacional de Normas

O crescente impacto da globalização da economia e a necessidade de captação de recur-

sos financeiros internacionais levam a uma exigência cada vez maior de uniformidade na apresentação das informações financeiras e contábeis. Além disso, com a integração dos mercados de capitais de todo o mundo, aumenta a cada dia a demanda dos investidores internacionais por transparéncia e comparabilidade nas informações.

Em um trabalho conjunto da CVM com diversas outras instituições dos setores público e privado, foi realizado, ainda no final da década de 90, um estudo a respeito dos principais pontos da legislação que precisavam de modificações para permitir a convergência internacional das normas contábeis. O estudo resultou em um documento encaminhado pela CVM ao Ministério da Fazenda, que se transformou na Lei 11.638/07.

Podem ser citados como principais objetivos dessa lei:

- ✓ adequar os dispositivos contábeis da Lei das S.A. de forma a proporcionar maior transparéncia e qualidade às informações contábeis;
- ✓ adequar a lei às melhores práticas contábeis internacionais, conforme disposições do International Accounting Standards Board (IASB);
- ✓ eliminar ou diminuir as dificuldades de interpretação e de aceitação das informações contábeis utilizadas no Brasil; e
- ✓ reduzir o custo e o risco provocado por essas dificuldades de interpretação e aceitação.

Ainda em 2007, foi publicada a Instrução CVM 457, que estabeleceu que:

*Art. 1º As companhias abertas deverão, a partir do exercício findo em 2010, apresentar as suas demonstrações financeiras consolidadas adotando o padrão contábil internacional, de acordo com os pronunciamentos emitidos pelo International Accounting Standards Board – IASB.*

O International Financial Reporting Standards (IFRS), ou Padrão Internacional para Demonstrações Financeiras, é um conjunto de normas publicado pelo International Accounting Standards Board (IASB) com o objetivo de uniformizar o formato e a linguagem das informações financeiras. É comum ouvir o termo “Demonstração Financeira no padrão IFRS”, indicando que a referida demonstração foi elaborada de acordo com as normas de padronização internacional.

*A harmonização das normas contábeis é um processo de extrema*

*relevância e altamente necessário para as empresas no atual cenário de economia altamente globalizada e competitiva, independentemente do tamanho e da atividade e que operam em diversos países e que precisam reportar informações ao exterior, seja para atender às necessidades de ordem interna (controladoras sediadas no exterior) ou externa (usuários internacionais).*

*As constantes transformações no cenário econômico, principalmente aquelas decorrentes do poder de investimento de fontes externas de recursos têm exigido uma padronização e a utilização de um padrão internacional de normas e procedimentos contábeis, que proporcione transparência e confiabilidade aos usuários. A divulgação de informações sobre a situação patrimonial e financeira das empresas deve estar suportada em normas contábeis de alta qualidade que facilitem a análise, permitindo a comparabilidade com outras empresas e facilitando o entendimento por parte dos usuários. A convergência contábil aos padrões internacionais tornou-se irreversível em um contexto de inserção do Brasil, na economia global e de fortalecimento do mercado de capitais nacional, uma vez que a apresentação de dois conjuntos de demonstrações contábeis, um de acordo com os padrões nacionais e outro de acordo com os padrões internacionais, pode facilitar erros e ensejar confusões de interpretação. Adicionalmente, a convergência contábil amplia a transparência das empresas para investidores de vários mercados, tendo potencial para contribuir para a redução do custo de capital das empresas.*

*Conselho Federal de Contabilidade*

#### *O Comitê de Pronunciamentos Contábeis*

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) é uma entidade autônoma criada pela Resolução nº 1.055/05 do Conselho Federal de Contabilidade, com o objetivo de estudar, preparar e emitir Pronunciamentos Técnicos, Orientações e Interpretações sobre procedimentos de contabilidade, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais.

Os produtos mais conhecidos do CPC são os Pronunciamentos Técnicos, documentos que visam a esclarecer conceitos e harmonizando a forma de entendimento e utilização das

normas contábeis. Cada Pronunciamento trata de um tema (ou alguns temas correlatos), com abordagem bastante detalhada, uniformizando conceitos e orientando sobre a forma de aplicação das normas.

Desde 2009 a CVM vem publicando Deliberações que aprovam os pronunciamentos técnicos contábeis, referendando seus termos e determinando sua aplicação para as demonstrações financeiras das companhias abertas.

#### 4.3.2. Demonstrações Financeiras

As demonstrações contábeis, também chamadas de demonstrações financeiras, acompanhadas do relatório da administração e do parecer do auditor independente, devem ser elaboradas ao final de cada exercício e publicadas no Diário Oficial da União ou do Estado e em outro jornal de grande circulação no prazo máximo de três meses após o encerramento de cada exercício social.

As demonstrações contábeis são uma representação estruturada da posição patrimonial e financeira e do desempenho da entidade. O objetivo das demonstrações contábeis é o de proporcionar informação acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade que seja útil a um grande número de usuários em suas avaliações e tomada de decisões econômicas. As demonstrações também objetivam apresentar os resultados da atuação da administração, em face de seus deveres e responsabilidades na gestão diligente dos recursos que lhe foram confiados.

Também devem ser encaminhadas para a CVM e para a Bolsa na data de sua publicação ou quando forem colocadas à disposição dos acionistas (o que ocorrer primeiro), através de um sistema eletrônico. É importante destacar que as demonstrações financeiras aqui mencionadas não devem ser confundidas com eventuais publicações resumidas do demonstrativo, nem com as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), que serão explicadas ainda neste capítulo.

#### 4.3.3. Formulário de Referência

O Formulário de Referência, que substituiu o antigo IAN (formulário de informações anuais), segue um modelo de registro em que todas as informações referentes ao emissor, como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos e operações com par-

tes relacionadas são reunidos em um único documento, que deve ser arquivado e atualizado regularmente no site da CVM.

Além de arquivá-lo no momento do registro, as companhias precisam entregar o Formulário de Referência atualizado anualmente, em até 05 meses a contar da data de encerramento do exercício social, bem como reapresentá-lo na data do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Deve também atualizar campos específicos na hipótese de ocorrência de alguns fatos citados na norma, o que o torna um documento bastante dinâmico, além de muito importante para que os investidores acompanhem a evolução da companhia.

O Formulário de Referência, introduzido pela Instrução CVM 480/09 (atual Resolução CVM 80/22), é considerado hoje uma das mais importantes e completas fontes de informação sobre as companhias abertas. Atualmente, o FRE traz 13 seções e dezenas de subseções, onde é possível encontrar, entre outros: capital social, dados de cadastro, auditores independentes, informações financeiras, fatores de risco, histórico e atividades da companhia, grupo econômico, controladores e principais acionistas, comentários dos administradores, projeções, assembleias, remuneração dos administradores, recursos humanos, informações de diversidade e inclusão, entre outros.

#### 4.3.4. Informações trimestrais

Importante instrumento de avaliação para os investidores, o formulário ITR contém as demonstrações contábeis elaboradas trimestralmente e é acompanhado do Relatório de Revisão Especial, emitido por auditor independente registrado na CVM. Estas demonstrações referem-se aos três primeiros trimestres do exercício social, devendo ser apresentadas em até quarenta e cinco dias após o término de cada trimestre, ou quando a empresa divulgá-las para acionistas ou terceiros antes deste período.

Ressalta-se que, caso sejam realizadas projeções empresariais, elas devem ter acompanhamento sistemático no ITR, que deve apresentar claramente a concretização ou não das etapas planejadas anteriormente.

#### 4.3.5. Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)

O Formulário Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) é um documento eletrônico que deve ser encaminhado à CVM pelo emissor nacional em até três meses contados do encerramento

to do exercício social (emissor estrangeiro em até quatro meses) ou na mesma data de envio das demonstrações financeiras de encerramento de exercício, o que ocorrer primeiro.

O formulário DFP traz, de uma forma padronizada, as demonstrações financeiras do exercício social de referência e dos dois exercícios anteriores. Por seu formato fixo e padronizado, este documento permite fácil comparação com os exercícios anteriores e até mesmo com os dados de outras companhias.

Ressalta-se que o envio do formulário DFP, como regra geral, não dispensa o envio das demonstrações financeiras que serviram de base para o seu preenchimento e vice-versa. Ele é um documento complementar que oferece os mesmos dados em uma forma diferente, uniforme e comparativa.

Caso divulgue projeções, o emissor deverá indicar, no campo “Comentário sobre o comportamento de projeções empresariais”, as projeções divulgadas no Formulário de Referência e compará-las com os resultados efetivamente obtidos no trimestre, indicando as razões para eventuais diferenças.

#### 4.3.6. Atos ou fatos relevantes

Atos ou fatos relevantes devem ser comunicados prontamente. São considerados relevantes todos os atos e fatos ocorridos nos negócios da companhia ou de suas controladas, inclusive decisões do acionista controlador e deliberações da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico, que possa influir de modo ponderável:

- ✓ na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- ✓ na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; e
- ✓ na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes:

- ✓ mudança ou transferência no controle da companhia, inclusive através

de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

- ✓ celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
- ✓ ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
- ✓ autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
- ✓ decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
- ✓ incorporação, fusão, cisão, transformação ou dissolução da companhia ou envolvendo empresas ligadas;
- ✓ mudança na composição do patrimônio ou nos critérios contábeis, renegociação de dívidas e aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
- ✓ aquisição de ações da empresa para permanência em tesouraria ou cancelamento e alienação de ações assim adquiridas;
- ✓ lucro ou prejuízo da companhia, atribuição de proventos em dinheiro, desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
- ✓ aprovação, alteração, desistência ou atraso na implantação de projeto;
- ✓ descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
- ✓ modificação de projeções divulgadas pela companhia; e
- ✓ impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

Além de comunicar à CVM e à Bolsa, a empresa deve disseminar a informação por meio do seu site de relações com investidores e dos jornais de grande circulação normalmente utilizados

pela companhia para publicações. Neste último caso, é possível publicar o fato resumidamente, desde que haja indicação de que a informação completa encontra-se no site da empresa.

No campo da autorregulação, a Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA) publicou o “Manual de Controle e Divulgação de Informações Relevantes” e o “Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas”, que, dentre outros temas, versam sobre práticas a serem adotadas no tratamento de informações privilegiadas, objetivando prevenir o seu vazamento.

Além da ABRASCA, o Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM) também realiza um trabalho de oferecer orientação e sugestões às companhias abertas e aos profissionais do mercado de capitais, através de seus “Pronunciamentos”, sobre as alternativas mais adequadas de divulgação de informações, buscando aprimorar continuamente a qualidade, a transparência, a tempestividade, a acessibilidade e o detalhamento dessas informações.

#### 4.3.7. Informações Voluntárias

Oferecer informações voluntárias ao mercado é uma das prioridades na estrutura de planejamento da área de RI, que deve ser pautada pela busca de um modelo eficiente de divulgação que consiga abranger não apenas a apresentação de metas corporativas e setoriais, mas também uma série de dados gerados pelas mais diversas áreas da companhia.

A política de divulgação deve considerar que o mercado demanda, em ritmo crescente, um volume considerável de informações operacionais, técnicas e comerciais, efeito da globalização da economia e do interesse mais abrangente dos investidores a respeito de todos os indicadores capazes de alterar o desempenho futuro da companhia.

Além do que exige a lei, portanto, a informação adicional de alto valor focaliza fatores macroeconômicos, dados sobre o setor, as estratégias da empresa, a posição competitiva e a contribuição dos ativos intangíveis. Vale ressaltar que o RI também pode identificar, por meio de pesquisas e contato direto, quais são as principais demandas dos participantes do mercado: metas da empresa para os próximos anos, suas expectativas e planos no âmbito operacional e comercial; geração e distribuição da riqueza; atuação socioambiental vinculada com as operações da empresa e as altruístas.

O mercado reconhece positivamente a postura de algumas companhias de oferecer altos níveis de transparência, com divulgação constante de informações que vão além daquelas exigidas na legislação.

## **4.4. Governança Corporativa**

---

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia e favorecer a sua longevidade ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores.

Este assunto será tratado com maior profundidade no capítulo “Governança Corporativa”. Por enquanto, cabe enfatizar que a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

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

A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.

---

## **4.5. Assembleias**

---

A realização de Assembleias Gerais Ordinárias ou Extraordinárias é um instrumento importante para o processo de participação dos acionistas nas deliberações que afetam a realidade da empresa.

Em um constante processo de aperfeiçoamento, à medida que o número de acionistas de uma companhia cresce, é desejável que as assembleias contem com um número cada vez mais

expressivo de participantes. Diante disso, o departamento de Relações com Investidores passa a gerenciar novos desafios na convocação e instalação das assembleias, acompanhando as demandas dos acionistas e buscando formas de facilitar e estimular a participação de um público mais numeroso.

Os editais de convocação de Assembleias Gerais Ordinárias ou Extraordinárias devem enumerar, expressamente, o local, data e hora, a ordem do dia, todas as matérias a serem deliberadas, não se admitindo que sob a rubrica “assuntos gerais” haja matérias que dependam de deliberação da assembleia. Adicionalmente, as empresas deverão remeter à Bolsa, na data da publicação da convocação, os documentos colocados à disposição dos acionistas, incluindo propostas a serem deliberadas.

Qualquer deliberação da Assembleia Geral ou da administração que implique a alteração da forma de negociação dos valores mobiliários no pregão seguinte deve ser encaminhada à Bolsa até as 18h do dia da realização da assembleia ou da reunião. São exemplos de deliberações que alteram a forma de negociação: pagamento de proventos, desdobramento ou grupamento de ações.

Além disso, é fundamental que o resumo das deliberações tomadas em Assembleia Geral ou em reunião do Conselho de Administração (neste último caso sempre que forem de interesse do mercado) seja enviado para a Bolsa imediatamente após a sua realização, ainda que tais deliberações não interfiram na forma de negociação dos valores mobiliários.

De qualquer forma, a empresa está obrigada a transmitir para a CVM e para a Bolsa, em formato eletrônico, as atas destas reuniões e assembleias na forma e nos prazos estipulados pela legislação.

#### 4.5.1. Assembleia Eletrônica

Com objetivo de aperfeiçoar e modernizar as formas de contato com os acionistas, a Lei das S.A. foi alterada em 2011 para incluir autorização expressa para que os acionistas de companhias abertas possam participar à distância das assembleias gerais, inclusive votando nas deliberações. Essas são as chamadas “Assembleias Eletrônicas” ou “Votações Eletrônicas”.

A importância da permissão do uso do voto eletrônico em assembleias gerais aumenta à medida que aumenta no Brasil o número de companhias cujo capital é composto apenas de ações ordinárias, em vários casos sem acionista majoritário. Nesse cenário, aumenta a necessidade de uma sistemática simples, que diminua o custo do exercício do direito de voto pelo acionista e facilite a participação de todos eles na supervisão

dos negócios sociais. Sócios minoritários que antes acabavam não votando pelo alto custo de deslocamento até a cidade em que se realizaria a Assembleia podem, com a adoção dessa sistemática, participar efetivamente das decisões da companhia.

A lei agora dispõe que “o acionista poderá participar e votar à distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários”. A Resolução CVM 81/22 disciplina o voto à distância nas Companhias Abertas, indicando que o acionista poderá exercer o voto em assembleias gerais por meio do preenchimento e entrega do boletim de voto a distância. Em Companhias Abertas, as Assembleias podem ser realizadas de modo exclusivamente digital, caso os acionistas somente possam participar e votar por meio dos sistemas eletrônicos, sem prejuízo do uso do boletim de voto a distância como meio para exercício do direito de voto e de modo parcialmente digital, caso os acionistas possam participar e votar tanto presencialmente quanto a distância, sem prejuízo do uso do boletim de voto a distância como meio para exercício do direito de voto.

## 4.6. Estrutura de Administração

---

### 4.6.1 O acionista controlador

O conceito atual de acionista controlador não mais o associa apenas à pessoa, física ou jurídica, que detém a maioria das ações com direito a voto. Por outro lado, busca-se identificar em uma sociedade quem de fato exerce o poder de controle, seja uma pessoa ou um grupo de acionistas.

Há outras possibilidades para o exercício do poder de controle que não apenas a majoritária, exercida devido à propriedade da maioria absoluta das ações com direito a voto. Pode haver um controle compartilhado, em que o poder é exercido por diversas pessoas em grupo constituído, por exemplo, em um acordo de acionistas. Pode ainda existir a figura do controle minoritário, na hipótese de uma companhia com ações dispersas no mercado, em que um acionista ou grupo de acionistas, mesmo com menos da metade do capital votante, exerce de fato o poder de controle. E mais, mesmo em uma estrutura societária com um sócio majoritário, pode não ser este quem de fato exerce o poder de controle.

A importância em caracterizar o acionista controlador como quem tem efetivamente o poder

de controle na sociedade está relacionada às implicações disso nos rumos dos negócios. Envolve mais que uma simples questão de direito, ao contrário, torna-se uma questão de fato, no sentido de identificar quem realmente tem poderes para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos. Assim, o acionista controlador deixa de ser visto como apenas mais um dentre todos os acionistas da companhia e passa a ser visto como se fosse um órgão da sociedade, integrante da estrutura, com objetivos, direitos e deveres.

A Lei das S.A., introduzindo esse conceito moderno, apresenta duas características que devem estar presentes simultaneamente para a caracterização do acionista controlador:

- ✓ ser titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- ✓ usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social. Embora tenha condições de fazer valer suas posições, o controlador não tem poderes ilimitados. Ele tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

A Lei 6.404/76 determina expressamente a responsabilização dos acionistas controladores por atos praticados com abuso de poder, ou seja, o exercício do poder com fim distinto ao determinado na lei e no estatuto da companhia. Indo além, a lei ainda cita modalidades de exercício abusivo de poder, entre as quais citamos:

- ✓ orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, em prejuízo dos acionistas minoritários;
- ✓ promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos funcionários ou aos investidores;
- ✓ eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;

- ✓ induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal;
  - ✓ contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas; e
  - ✓ aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.
- ✓ A definição de limites para o poder de controle é uma evidente preocupação em proteger os acionistas minoritários de possíveis abusos de poder dos controladores. Três aspectos fundamentais podem ser considerados como avanços na regulamentação dessa proteção:
- ✓ mudança no foco da definição do acionista controlador, que passou de um critério exclusivo da propriedade das ações para a verificação de quem realmente exerce o poder de controle nas companhias;
  - ✓ na compreensão do fato de que o acionista controlador desempenha um papel especial, como uma unidade própria na organização, com objetivos, direitos e deveres; e
  - ✓ no reconhecimento de que esse poder, caso mal utilizado, pode ser prejudicial aos acionistas minoritários e que, por isso, precisa da tutela regulamentar.

#### 4.6.2. Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal é um órgão existente em todas as companhias, abertas ou fechadas, mas não necessariamente sempre em funcionamento.

Em uma companhia aberta, se por força de seu estatuto social o Conselho Fiscal não for permanente, será instalado mediante pedido, em qualquer Assembleia Geral da companhia, de acionistas que representem, no mínimo, os percentuais definidos pela CVM em função do capital social de cada companhia.

O Conselho Fiscal será composto por 3 a 5 membros, indicados pela Assembleia Geral. Os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, têm direito a eleger um membro em votação em separado. Igual direito cabe aos acionistas minoritários titulares

de ações ordinárias, desde que representem pelo menos 10% do capital social. Os demais membros serão indicados pelo acionista controlador.

Não podem ser eleitos para o Conselho Fiscal empregados ou membros dos órgãos de administração da companhia ou de sociedade do mesmo grupo, nem cônjuges ou parentes até terceiro grau dos administradores. Também são inelegíveis para o cargo de conselheiro fiscal as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, além daquelas declaradas inabilitadas por ato da CVM.

### *Deveres e Atribuições do Conselho Fiscal*

O Conselho Fiscal é um órgão extremamente importante nas companhias, pois, conforme seu próprio nome indica, a ele cabe a fiscalização da regularidade dos atos praticados pelos administradores. Nas companhias abertas a relevância é ainda maior, pois os acionistas minoritários, dispersos no mercado, nem sempre são capazes de se organizar de forma eficaz para exercer esta fiscalização.

Não se inserem no rol das atribuições conferidas ao Conselho Fiscal a competência para avaliar o mérito da gestão da companhia. O Conselho analisa a regularidade dos atos, mas não opina sobre a conveniência ou a qualidade das decisões da administração.

O órgão é colegiado, isto é, seus membros se reúnem para analisar os assuntos de sua competência e emitem pareceres e manifestação a respeito. Todavia, a fiscalização pode ser exercida pelos membros individualmente. Embora os pareceres e manifestações sejam, normalmente, do Conselho como um todo, qualquer de seus membros pode ler suas manifestações individuais nas Assembleias Gerais da companhia.

A competência do Conselho Fiscal inclui:

- ✓ fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;
- ✓ opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da Assembleia Geral;

- ✓ opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à Assembleia Geral, relativas a modificações do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamento de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia;
- ✓ denunciar, por qualquer de seus membros, ao Conselho de Administração e à Diretoria e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à Assembleia Geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia;
- ✓ convocar a Assembleia Geral Ordinária, se os órgãos da administração retardarem, por mais de um mês, essa convocação, e a Extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias;
- ✓ analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia; e
- ✓ examinar as demonstrações financeiras do exercício social, e sobre elas opinar.

O Conselho, no exercício de suas funções, poderá requisitar informações aos administradores e auditores independentes da companhia. Poderá, também, formular questões a serem respondidas por peritos indicados pela diretoria da sociedade, para apurar ou esclarecer fatos relacionados às suas atividades.

#### 4.6.3. Conselho de Administração

O Conselho de Administração é um órgão de natureza colegiada, composto por, no mínimo, três membros, eleitos pela Assembleia Geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, obrigatório nas companhias abertas e nas de capital autorizado. Seus membros devem se reunir e deliberar sobre determinadas matérias definidas em lei e no estatuto social, tais como eleição dos diretores da companhia, escolha e destituição dos auditores independentes, orientação geral dos negócios e a prestação de garantias, pela companhia, a obrigações de terceiros.

Outra importante função do Conselho de Administração é fiscalizar a gestão dos diretores, que são responsáveis pela representação da companhia e pela implementação das deliberações da Assembleia Geral e do Conselho de Administração.

Os membros do Conselho de Administração são eleitos pela Assembleia Geral, cuja ata, que

deverá conter a qualificação e o prazo de gestão de cada um dos eleitos, será arquivada no registro do comércio e publicada. O conselheiro eleito deve ter reputação ilibada, sendo inelegíveis as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, bem como as pessoas declaradas inabilitadas por ato da Comissão de Valores Mobiliários.

Além disso, também não pode ser eleito para integrar o Conselho de Administração, salvo dispensa da Assembleia Geral, a pessoa que ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado e que tenha interesse conflitante com a sociedade, presumindo-se ter interesse conflitante com a sociedade a pessoa que, cumulativamente:

- ✓ tenha sido eleita por acionista que também tenha eleito conselheiro de administração em sociedade concorrente, e
- ✓ mantenha vínculo de subordinação com o acionista que o eleger.

Em regra, as deliberações das Assembleias Gerais são tomadas por maioria dos votos, isto é, o acionista controlador tem o poder de aprovar matérias postas em votação. A fim de evitar que o acionista controlador sempre indique a totalidade do Conselho de Administração, a Lei das S.A. criou alguns mecanismos visando facilitar a eleição de parte de seus membros por acionistas minoritários: o voto múltiplo e a votação em separado.

### *O Voto Múltiplo*

Como regra geral, cada ação ordinária confere ao seu titular o direito a um voto nas deliberações da Assembleia (as ações preferenciais também, se não tiverem seu direito de voto suprimido pelo estatuto social e exceto na previsão de voto plural do artigo 110-A da Lei das S.A.). Todavia, nas deliberações para eleição de Conselheiros, os acionistas podem requerer a adoção do sistema de voto múltiplo, que facilita a eleição pelos minoritários.

Por este sistema, o número de votos de cada ação será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários. Os acionistas minoritários podem concentrar seus votos em um ou mais candidatos, e, desta forma, possibilitar a eleição de seus representantes no Conselho de Administração.

A deliberação por voto múltiplo deve ser requisitada, com antecedência de 48 horas em relação à data da Assembleia Geral, pelos acionistas que desejarem utilizar tal sistema, desde que re-

presentem um percentual mínimo do capital, que varia entre 5% e 10%, em função do capital social da companhia. O percentual mínimo de participação no capital votante necessário à requisição da adoção do voto múltiplo deverá constar, obrigatoriamente, no edital de convocação das assembleias destinadas à eleição dos membros do referido conselho.

### *A Votação em Separado*

É facultado aos acionistas da companhia, titulares de ações preferenciais e minoritários detentores de ações ordinárias, a eleição em separado de membros do Conselho de Administração. Através desse mecanismo, os minoritários podem se reunir para eleger os Conselheiros, durante a Assembleia, em votação da qual o controlador não participará. Poderá ser eleito um membro do Conselho pelos acionistas preferencialistas e outro pelos acionistas ordinários minoritários.

Os preferencialistas, para poderem exercer esse direito, devem reunir interessados que, conjuntamente, detenham pelo menos 10% do capital total da companhia. Já os titulares de ações ordinárias interessados deverão deter, pelo menos, 15% do capital votante.

Caso os acionistas preferencialistas e ordinários não consigam reunir os percentuais mínimos indicados, poderão opcionalmente se reunir para eleger um Conselheiro, também em separado do acionista controlador. Para isso devem representar interessados que detenham, conjuntamente, pelo menos 10% do capital da companhia.

É importante notar que as ações ordinárias de acionistas minoritários que forem utilizadas na votação em separado para eleger um integrante do Conselho de Administração não conferirão aos seus titulares o direito de votar novamente no procedimento de voto múltiplo. Portanto, os acionistas minoritários devem refletir para decidir qual dos procedimentos lhes é mais vantajoso.

A faculdade de eleger um representante no Conselho de Administração por votação em separado somente poderá ser exercida por acionistas minoritários que detenham suas ações pelo período mínimo de três meses ininterruptos antes da Assembleia.

## **4.7. Reorganizações Societárias**

---

Reorganizações societárias são operações realizadas pelas companhias para reordenar sua es-

trutura, propriedade, operações, ativos ou estrutura de capital, com o objetivo de melhorar sua eficiência operacional, obter benefícios tributários e aumentar a percepção de valor que o público tem da empresa.

Nos últimos anos, as reorganizações societárias estiveram em evidência no cenário econômico brasileiro e mundial. Com a globalização da produção e a redução de barreiras no comércio mundial, as empresas viram-se obrigadas a aumentar sua produtividade e sua participação no mercado, na tentativa, principalmente, de obter ganhos de escala.

Além disso, com objetivo de melhorar seu desempenho, muitas delas decidiram focar em apenas alguns setores, ou mesmo em apenas um, abrindo mão de atuar nas demais áreas e repassando parte de suas operações em atividades consideradas não estratégicas para seu novo direcionamento.

No direito brasileiro, as reorganizações societárias incluem os seguintes instrumentos:

### *Transformação*

A transformação é a reorganização societária pela qual a sociedade passa de um tipo jurídico para outro, independentemente de dissolução e liquidação. Não se confunde com modificação do capital social, mas sim do tipo societário, e deve obedecer aos preceitos que regulam a constituição e o registro do tipo a ser adotado.

A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.

### *Incorporação*

A incorporação é a operação através da qual uma sociedade, chamada incorporada, é absorvida por outra, a incorporadora. A sociedade incorporada deixa de existir juridicamente e todo seu patrimônio é absorvido pela incorporadora, que a sucede em todas as obrigações e direitos.

A operação precisa ser aprovada pelas assembleias das duas companhias ou por reunião de sócios, no caso de sociedade empresária. Para a realização da operação deverão ser providenciadas avaliações do patrimônio por peritos e estabelecidas as relações de troca das ações, que é a quantidade de ações da incorporadora que os acionistas da incorporada receberão por sua parte na sociedade que deixará de existir.

A incorporação não se confunde com a aquisição do controle acionário. Neste caso, a sociedade continua existindo, apenas passando a ter um novo sócio controlador. Na incorporação, ao contrário, uma das principais características é, justamente, a extinção jurídica da sociedade incorporada.

### *Fusão*

Assim como na incorporação, na fusão, duas ou mais sociedades unem seus patrimônios. A diferença crucial, entretanto, é que nesta operação todas as sociedades fusionadas deixam de existir juridicamente, e uma nova sociedade é criada, com nova personalidade jurídica e sucedendo-lhes em todos os direitos e obrigações.

O capital social da nova sociedade é integralizado com o patrimônio das sucedidas, sendo que as avaliações realizadas determinarão, portanto, a participação de cada acionista na nova companhia.

### *Cisão*

A operação de cisão é caracterizada pela transferência de partes do patrimônio da sociedade cindida para uma ou mais sociedades, que podem ter sido constituídas para este fim ou já existirem.

A cisão pode ser classificada em total ou parcial. Na primeira, a sociedade original deixa de existir, tendo todo o seu patrimônio sendo dividido em duas ou mais partes. No segundo caso, a cisão parcial, a sociedade original continua existindo, tendo apenas parte do seu patrimônio subtraído para a operação de cisão.



# 5

## GOVERNANÇA CORPORATIVA

## 5. Governança Corporativa

As origens da governança corporativa como teoria remetem a conflitos inerentes à propriedade dispersa e à divergência entre os interesses dos diversos sócios – muitas vezes, pouco organizados – e os interesses dos gestores. Este modelo é comum em sociedades como os Estados Unidos e Inglaterra. No Brasil, em que a propriedade concentrada predomina, os conflitos de governança ocorrem à medida que a empresa cresce e novos sócios, sejam investidores ou herdeiros, passam a fazer parte da sociedade.

### 5.1. A Necessidade de Boas Práticas de Governança

---

Os fatos descritos a seguir nada mais são do que um exemplo da montagem de um hipotético sistema de governança corporativa em uma empresa. Procura-se ilustrar que, a despeito de opiniões de que só empresas de grande porte podem adotar tais práticas, a governança corporativa, na verdade, trata-se de um modelo de administração aplicado a qualquer empresa, independentemente de seu porte ou estágio de maturidade.

A empresa geralmente nasce quando alguém, muitas vezes um indivíduo com espírito empreendedor, identifica uma necessidade dentro da sociedade (produtos ou serviços que as pessoas desejam), que ele acredita poder atender, em troca de remuneração por esta atividade.

No começo, e por algum tempo, o empreendedor desempenha todas as funções necessárias para que a empresa funcione: além de fundador, ele é o responsável por confeccionar os produtos ou prestar os serviços, cuida das finanças, do livro caixa, das vendas e do marketing. É ele quem toma todas as decisões, desde a compra de novas máquinas e equipamentos à forma como vai levantar recursos para a operação do negócio e o que vai ser feito com o resultado obtido.

Conforme a empresa cresce, ele percebe não ser mais viável que só uma pessoa tome conta de tudo, e começa a trazer seus familiares (cônjuge, filhos, irmãos, etc.) para que lhe ajudem, ou começa a contratar seus primeiros funcionários, para que cuidem de áreas específicas do negócio. A partir daí o fundador começa a perder (ou a divi-

dir) o poder de decisão, e também não tem mais controle absoluto sobre tudo o que acontece na empresa. Seus familiares ou os empregados tomam algumas decisões sem comunicá-lo, ele não consegue mais fazer o acompanhamento diário (ou até horário) do caixa, e para tomar decisões mais importantes precisa consultar seus familiares e funcionários, que também possuem interesse no futuro do negócio. Inicia-se a divisão de poderes e responsabilidades.

Torna-se então necessária a criação de alguns controles formais, para que as informações sejam transmitidas a quem delas precise e tem o direito de recebê-las. Passam a ocorrer também reuniões periódicas para a tomada de decisões relevantes, nas quais são ouvidas as opiniões dos envolvidos. O fundador delimita as alçadas de decisão de cada uma das pessoas que trabalha no negócio, identificando em que situações e até que valores financeiros elas podem tomar decisões sem consultar ou aguardar por sua aprovação. Nesta fase são criados alguns controles internos e uma gestão mais compartilhada.

Aparece então uma oportunidade de ampliação do negócio, mas, sem ter os recursos necessários, o empreendedor precisa buscar um financiamento bancário. O banco exige que ele aprimore sua contabilidade, e são contratados um contador e um auditor, para preparar e fiscalizar as contas e demonstrações financeiras da empresa. O financiador exige ainda receber periodicamente informações sobre o negócio e sua saúde financeira, e trimestralmente a empresa envia esses dados ao gerente da conta. Aprimoram-se controles internos e adota-se a prática de auditoria dos números.

Vendo o sucesso do negócio, um amigo lhe propõe uma parceria e aporta uma boa quantia de dinheiro na empresa em troca de parte da sociedade. Com estes recursos, a empresa pode amortizar boa parte da dívida com o banco, mas o fundador tem que abrir mão de uma parte dos lucros e também de seu poder absoluto de decisão. E a entrada de um novo sócio amplia a divisão do poder decisório.

Empenhado em ver o negócio prosperar, ele aceita a parceria, capitaliza a empresa e a torna mais apta para aproveitar boas oportunidades de negócios que surgem. As decisões passam a ser compartilhadas entre os dois que, cansados de atuar no dia a dia da organização, decidem pela contratação de um profissional externo para tocar o negócio, enquanto eles se restringem a definir as principais diretrizes estratégicas para a empresa, um primeiro passo na separação entre propriedade e gestão.

Com a chegada da idade, e preocupados com o futuro de sua família, os dois sócios

começam a distribuir sua participação no negócio (ações ou quotas) para seus filhos. De dois sócios a empresa passa a ter vários, e periodicamente todos se reúnem para serem informados dos rumos do negócio e tomar decisões relevantes para a empresa.

Instituem-se as primeiras assembleias de acionistas ou cotistas.

Os dois sócios iniciais continuam próximos do negócio, mas não atuando no dia a dia, nem nas decisões operacionais, mas apenas aconselhando o profissional que gere o negócio. Eles percebem que precisam de outros conhecimentos para exercer melhor essa função, e convidam outro empresário da cidade (especializado em algum assunto de interesse da empresa) para contribuir no processo decisório, em troca de alguma remuneração, formando um pequeno conselho de administração<sup>1</sup> para comandar a empresa.

Os negócios continuam prosperando e, para crescer, torna-se necessário captar mais recursos, e em maior volume, motivo pelo qual os sócios decidem abrir o capital da empresa. Esse processo é conhecido como Abertura de Capital, e será tratado de forma detalhada no capítulo “Oferta Pública”. Com um maior número de sócios, a empresa se vê compelida a adotar políticas de transparência, divulgação e a reforçar as estruturas já montadas nas fases anteriores, para dar segurança aos seus investidores de que a mesma está sendo bem administrada.

## 5.2. Formalização da Governança

---

Governança nada mais é do que um sistema de administração e exercício do poder em organizações.

Como todo sistema, é composto de estruturas, relações, processos e um objetivo a ser alcançado. Entre as estruturas de governança estão a assembleia de sócios (ou reuniões de sócios), o conselho de administração<sup>1</sup> e a diretoria. As relações referem-se a

---

1. Nas organizações que não possuem conselhos de administração, seja por estarem em um estágio inicial de adoção de boas práticas de governança corporativa, seja porque seu tipo societário não contempla tal órgão de administração na regulamentação legal que lhe é aplicável, o conselho consultivo pode funcionar como uma estrutura para promoção e aprimoramento da governança corporativa. Caso o conselho consultivo atue de modo deliberativo, estará atuando como um conselho de administração e seus membros assumirão os correspondentes deveres e responsabilidades legais. (IBGC, 2023, p. 51).

toda a interface entre essas estruturas, enquanto que os processos são a forma como as atividades são desempenhadas, avaliadas e monitoradas. O objetivo do sistema é gerir a empresa ou organização da melhor forma possível, para que tenha maiores chances de alcançar seus objetivos com sucesso e favorecer sua longevidade.

1. Nas organizações que não possuem conselhos de administração, seja por estarem em um estágio inicial de adoção de boas práticas de governança corporativa, seja porque seu tipo societário não contempla tal órgão de administração na regulamentação legal que lhe é aplicável, o conselho consultivo pode funcionar como uma estrutura para promoção e aprimoramento da governança corporativa. Caso o conselho consultivo atue de modo deliberativo, estará atuando como um conselho de administração e seus membros assumirão os correspondentes deveres e responsabilidades legais. (IBGC, 2023, p. 51).

Numa definição mais formal, podemos entender governança corporativa como “um sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral. Esse sistema baliza a atuação dos agentes de governança e demais indivíduos de uma organização na busca pelo equilíbrio entre os interesses de todas as partes, contribuindo positivamente para a sociedade e para o meio ambiente.” (IBGC, 2023, p. 17).

A necessidade de um sistema de governança estruturado surge conforme a empresa se torna maior e mais complexa, com o aumento do número de sócios, a impossibilidade de assumirem todas as responsabilidades da condução do negócio e a consequente contratação de executivos para gerir o dia a dia.

Quando incorporadas às leis, algumas práticas de governança corporativa tornam-se obrigatorias para todas ou determinadas empresas atuantes onde essa legislação é vigente. Outras práticas são exigidas como instrumentos de autorregulação, ou seja, tornam-se obrigatorias para empresas que desejam fazer parte de um grupo, por exemplo, o grupo de empresas com ações negociadas em bolsa de valores, sujeitas aos órgãos públicos reguladores e às normas de funcionamento da empresa responsável pela negociação das ações. Contudo, em grande parte, as boas práticas de governança corporativa são propostas sob forma de recomendações por organizações nacionais e internacionais e por pesquisadores, podendo ser voluntariamente adotadas nas empresas, bem como adaptadas a particularidades de suas trajetórias, culturas e estratégias.

### 5.3. Origens do Tema Governança Corporativa

---

Ao longo do século XX, a economia dos diferentes países tornou-se cada vez mais marcada pelo processo de globalização e pelo crescimento das operações das grandes instituições financeiras e de prestação de serviços, ao lado das atividades industriais. A origem dos debates sobre governança corporativa está intrinsecamente ligada neste contexto à estrutura de propriedade dispersa de grandes empresas e da dificuldade, nesses casos, de garantir o alinhamento entre os interesses das empresas e os rumos da gestão<sup>2</sup>.

Como bem demonstra Paul Frentrop (2002), trata-se de uma preocupação bastante antiga que já era objeto de reflexões no século XVII, época das grandes navegações protagonizadas pelas companhias de comerciantes estruturadas em ações. Mas as discussões somente ganharam vulto no século XX, intensificando-se à medida que aumentava o papel do sistema financeiro e do mercado de capitais.

O modelo de propriedade dispersa expandiu-se inicialmente nos Estados Unidos, devido a aspectos econômicos, culturais e políticos. Deve-se ter em mente que, ao contrário da grande maioria dos Estados que se envolveram na Primeira Grande Guerra (1914-1918)<sup>3</sup>, este país viveu nos anos seguintes um momento de prosperidade econômica, consolidando-se como potência mundial. Seu poder de influência na época foi evidenciado pelos efeitos da Grande Depressão<sup>4</sup> que, rapidamente, atingiu praticamente todos os países do globo, ocasionando graves consequências políticas e sociais.

Durante a década de 1930, após os efeitos mais severos da crise, novas grandes corporações continuaram surgindo nos Estados Unidos. Diferenciavam-se, contudo, da maior parte das empresas que haviam prosperado nas décadas anteriores, nas mãos de famílias ou de indivíduos que se tornaram mundialmente conhecidos: Du Pont, Morgan, Rockefeller, entre outros. Na cultura empresarial predominante até este momento, os proprietários — um ou alguns indivíduos ou famílias — tinham o poder

---

2. Cf. MORCK, 2005.

3. Com a mobilização dos recursos nacionais para os esforços militares, as grandes perdas sofridas e as dívidas assumidas, enfrentaram nos anos seguintes sérias dificuldades econômicas (Cf. HOBSBAWM, 2007).

4. Grande crise econômica que teve como marco principal a queda da bolsa de Nova Iorque (1929), causada basicamente por um excesso de produção nos Estados Unidos em relação à capacidade para absorção (compra) de seus produtos pelo mercado interno e externo, evidente desequilíbrio entre a oferta e a demanda (HOBSBAWM, 2007).

sobre as decisões administrativas de suas empresas<sup>5</sup>, frequentemente ocupando os mais importantes cargos da gestão.

No país que continuaria, ao longo do século, a ocupar posição central como potência econômica e militar nas relações internacionais, o capitalismo demonstrava sinais de avanços rumo à complexidade. A estrutura de propriedade dispersa, com ações negociadas no mercado de capitais (bolsas de valores), tornava-se característica cada vez mais comum entre suas empresas<sup>5</sup>. Paulatinamente, esse tipo de controle passou a caracterizar empresas também em outros países (SILVA, 2006, p. 5).

A partir do momento em que há um conjunto de vários sócios — ou acionistas — a interferência direta pelos sócios nas decisões tornou-se impraticável, passando frequentemente a ser privilégio de controladores majoritários que, a exemplo do que ocorria nas empresas familiares, muitas vezes ocupavam a função de presidente do conselho de administração (*chairperson*) e o cargo de principal executivo (ou CEO, *chief executive officer*) ou optavam pela contratação de gestores profissionais para essa função (SILVA, 2006, p. 5).

Em 1976, Jensen e Meckling publicaram seus estudos, focados em empresas norte-americanas e britânicas, mencionando o que convencionaram chamar de problema de agente-principal (que deu origem à Teoria da Firma ou Teoria do Agente-Principal). Segundo esses acadêmicos, o problema agente-principal surgia quando o sócio (principal) contrata outra pessoa (agente) para que administre a empresa em seu lugar.

De acordo com a teoria desenvolvida, os executivos contratados pelos acionistas tenderiam a agir de forma a maximizar seus benefícios (maiores salários, maior estabilidade no emprego, mais poder, etc.), agindo em interesse próprio, e não segundo os interesses da empresa e de todos os acionistas e demais partes interessadas (*stakeholders*). Para minimizar o problema, os autores sugeriram que as empresas e seus acionistas deveriam adotar uma série de medidas para alinhar interesses dos envolvidos, objetivando, acima de tudo, o sucesso da empresa. Para tanto, foram propostas medidas que incluíam práticas de monitoramento, controle e ampla divulgação de informações. Anos depois, convencionou-se chamar esse conjunto de práticas de governança corporativa.

As discussões envolvendo acadêmicos, investidores e legisladores, originando teorias

---

5. Essa estrutura de controle, na época, foi objeto de atenção de estudiosos como Berle e Means (1932).

e marcos regulatórios, avolumaram-se nos anos 90, após os graves escândalos contábeis na década anterior com diferentes empresas (IBGC, 2006, p. 59). Em 1992 foi publicado na Inglaterra o Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa.

No mesmo ano, foi divulgado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa, a General Motors (GM) nos Estados Unidos. Indícios do mesmo movimento são verificados pouco depois nos resultados de uma pesquisa realizada por um fundo de pensão denominado Calpers (*California Public Employees Retirement System*) nos Estados Unidos, que constatou que mais da metade das 300 maiores companhias daquele país já tinham seus manuais de recomendações de governança corporativa.

As discussões internacionais foram fortalecidas pelas iniciativas da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) que criou um fórum para tratar especificamente sobre o tema, o Business Sector Advisory Group on Corporate Governance. Diretrizes e princípios internacionais passaram a ser considerados na adequação de leis, na atuação de órgãos regulatórios e na elaboração de recomendações.

Na primeira década do século XXI, o tema governança corporativa tornou-se ainda mais relevante, a partir de escândalos corporativos envolvendo empresas norte-americanas como a Enron, a WorldCom e a Tyco, desencadeando discussões sobre a divulgação de demonstrações financeiras e o papel das empresas de auditoria. O congresso norte-americano, pouco depois e em reação às fraudes ocorridas nestas empresas, aprovou a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), com importantes definições sobre práticas de governança corporativa.

Com o passar do tempo, verificou-se que os investidores estavam dispostos a pagar mais por empresas que adotavam boas práticas de governança corporativa e que tais práticas não apenas favoreciam os interesses de seus proprietários, mas também a longevidade das empresas.

## 5.4. Desenvolvimento da Governança no Brasil

---

No Brasil, as discussões sobre governança corporativa começaram em 1995, a partir da criação de um instituto privado voltado especificamente para a temática. Inicialmente denominado Instituto Brasileiro de Conselheiros de Ad-

ministração (IBCA<sup>6</sup>), com sua denominação alterada em 1999 para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), aos poucos, o IBGC tornou-se reconhecido nacional e internacionalmente, assumindo protagonismo nos debates sobre questões de governança no país e na América Latina (IBGC, 2006).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa foi idealizado pelo administrador de empresas sueco Bengt Hallqvist e o consultor João Bosco Lodi, que vislumbravam a necessidade da criação de uma organização destinada a colaborar com a qualidade da alta gestão das empresas brasileiras. Essa foi a crença que levou um grupo de 36 pessoas, entre empresários, conselheiros, executivos, consultores e estudiosos, a fundar, em 27 de novembro de 1995, o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). A ideia era fortalecer a atuação desse órgão de supervisão e controle nas empresas. Com o passar do tempo, entretanto, as preocupações se ampliaram para questões de propriedade, diretoria, conselho fiscal e auditoria independente.

Ainda na década de 1990, o IBGC ofereceu o primeiro curso para a profissionalização de conselheiros de administração e publicou o primeiro documento brasileiro com diretrizes de governança corporativa: o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” (1999), que teve posteriormente outras quatro edições revistas e atualizadas. Outras iniciativas foram criadas a partir disto, como a premiação de estudos e reportagens sobre temáticas relacionadas e de empresas que adotam boas práticas de governança, o programa de certificação de conselheiros e a realização de vários cursos, eventos, publicações e pesquisas.

Em 1999, o Instituto passou a se denominar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e hoje é reconhecido nacional e internacionalmente como a principal referência em governança corporativa na América Latina. Seu objetivo é gerar e disseminar conhecimento a respeito das melhores práticas em governança corporativa e influenciar os mais diversos agentes em sua adoção, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e, consequentemente, para uma sociedade melhor.

Algumas discussões sobre os direitos dos acionistas passavam a assumir na época importância por causa de alguns eventos, entre eles a aquisição, em 1998, por meio

---

6. Inspirado no Institute of Director (IoD), do Reino Unido.

de oferta hostil<sup>7</sup>, sem *tag along*<sup>8</sup>, do controle das Lojas Renner pelo grupo JC Penney, multado posteriormente pela CVM. Foram muitos os desafios enfrentados para a difusão do tema, pois a cultura empresarial brasileira não se caracterizava por tradição no mercado de capitais e não era ainda dedicada expressiva atenção ao papel do conselho de administração.

Como instrumento de autorregulação e incentivo ao mercado acionário, a BOVESPA (atual B3) não tardou em lançar segmentos diferenciados de governança corporativa. A exemplo do que já havia sido feito em outros países, os segmentos diferenciados de governança, lançados oficialmente em dezembro de 2000, exigiam patamares de governança corporativa mais rígidos do que os requeridos pela lei societária brasileira. No âmbito legislativo, houve avanços com a reforma da Lei das

S.A. principalmente com a aprovação da Lei 10.303/2001.

## 5.5. Códigos de Governança no Brasil

---

Em continuidade e sintonia com o avanço da agenda de governança corporativa no Brasil, além do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, o mercado brasileiro testemunhou, via diferentes agentes, o lançamento de outros códigos de boas práticas seja para companhias, seja para investidores.

Neste contexto, encontram-se o Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas (2009); Código Amec de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais – *Stewardship*; Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (2016), incorporado pela Instrução CVM 586/2017 à Instrução CVM 480/2009 – atual Resolução CVM 80/2022; e o Código de Autorregulação em Governança de Investimentos lançado em 2019 pela ABRAPP. Tais iniciativas confirmam o fortalecimento e o avanço da agenda de boas práticas de governança no Brasil, bem como o desejo de consolidar o mercado brasileiro como polo competitivo de atração de investimentos.

---

7. Aquisição de uma empresa por outra sem prévia negociação com a administração ou os acionistas, geralmente através de transação em bolsa.

8. É um mecanismo de proteção ao acionista minoritário que obriga o adquirente de controle a fazer oferta pública de aquisição a todos os acionistas, assegurando-lhes o direito de participar da transação.

A propósito da articulação de entidades do mercado de capitais brasileiro, o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas foi resultado de um extenso trabalho de uma coalização de 11 entidades representativas do mercado brasileiro, o Grupo de Trabalho Interagentes<sup>9</sup>, tendo sido acolhido em 2017 pela CVM, passando a fazer parte do conjunto de requisitos de transparência da então Instrução CVM 480 – atual Resolução CVM 80/2022. Trata-se de documento que teve como referência modelos de 18 mercados<sup>10</sup>, além dos Princípios de Governança Corporativa G20/OCDE.

Para servir de base para o conteúdo do Código Brasileiro, foi eleito o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, por apresentar um grau reconhecidamente elevado de exigência e por estar, na ocasião, recém atualizado. Quanto ao modelo de estrutura, foi escolhido o modelo “aplique ou explique” do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, pela experiência e conhecimento acumulados pela entidade na supervisão e *enforcement* de seu próprio código.

Certamente, o Código Brasileiro ocupa espaço privilegiado entre os marcos do desenvolvimento da agenda de governança corporativa no Brasil. A partir da mobilização de diferentes entidades, foi possível atingir um resultado sem precedentes em matéria de coalização, contribuindo para a elevação do patamar das práticas de governança corporativa adotadas no país.

## 5.6. A Relação entre Acionistas e Administradores

---

A sociedade por ações, um dos tipos de sociedades empresárias previstas pela legislação brasileira, é regida pela Lei 6.404/76, que normatiza, entre muitos outros aspectos, elementos do sistema de governança corporativa. Como exposto no capítulo “Companhias”, esse tipo de sociedade caracteriza-se pela divisão do capital em partes de igual valor nominal — as ações — por meio das quais se materializa a participação do acionista.

---

9. Entidades-membros: ABRAPP, ABRASCA, AMEC, ANBIMA, APIMEC, B3, BRAiN, IBGC, IBRI, além de BNDES e CVM como observadores.

10. Fizeram parte da análise Alemanha, África do Sul, Argentina, Austrália, Chile, Colômbia, Espanha, França, Hong Kong, Japão, Malásia, México, Peru, Reino Unido, Rússia, Suécia, Singapura e Tailândia.

O interesse do governo federal ao acompanhar as sociedades por ações abertas está relacionado com a proteção aos investidores e às partes interessadas. Nesse sentido, a lei determina que a estrutura organizacional dessas empresas deve necessariamente ser composta de: assembleia geral, conselho de administração (obrigatório em companhias abertas e as de capital autorizado), conselho fiscal<sup>12</sup> e diretoria. Esses órgãos têm, além das atribuições fixadas na Lei das S.A., aquelas determinadas no estatuto social da empresa.

Para abordar a relação entre proprietários (acionistas) e a administração das empresas, cabe nesse momento recapitular os tipos de acionistas presentes no mercado e o seu poder de influência nas companhias:

- ✓ Acionista majoritário: é um indivíduo ou um grupo que detém o controle acionário de uma companhia, garantido por meio da propriedade de mais da metade das ações ordinárias (ON) — ações com direito a voto. Detém, com isso, o controle administrativo da empresa.
- ✓ Acionista controlador: é a pessoa física ou jurídica que não necessariamente possui mais da metade das ações ordinárias da companhia, mas detém ações em proporção que lhes assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral, inclusive para a eleição dos administradores. Também são considerados acionistas controladores aqueles que, por meio de acordo de acionistas, detêm conjuntamente a maioria dos votos.
- ✓ Acionista minoritário: é o detentor de ações ordinárias de uma empresa, em proporção que não lhe permita o controle acionário e, consequentemente, o controle administrativo da empresa. Também é considerado acionista minoritário aquele que detém ações preferenciais (PN) sem direito a voto, em qualquer número.

Cabe expor algumas informações sobre a relação entre acionistas e administradores de uma sociedade anônima, destacando os papéis da assembleia geral (ou reunião de sócios) e do conselho de administração.

Conforme a Lei das S.A., a assembleia geral, convocada e instalada, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. O Artigo 122 dispõe que compete privativamente à assembleia geral:

- ✓ Reformar o estatuto social;
- ✓ Eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;
- ✓ Tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;
- ✓ Autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1o, 2o e 4o do art. 59;
- ✓ Suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);
- ✓ Deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;
- ✓ Autorizar a emissão de partes beneficiárias;
- ✓ Deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e
- ✓ Autorizar os administradores a confessar falência e pedir recuperação judicial;
- ✓ Deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre a celebração de transações com partes relacionadas, a alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado.

A pergunta sobre quem são os administradores nos termos da lei brasileira não apresenta resposta simples. A administração das sociedades por ações compete ao conselho de administração e à diretoria ou só à diretoria, naquelas em que o conselho não é obrigatório ou que não tiver sido constituído<sup>11</sup>.

Cabe à assembleia geral eleger os conselheiros e aos conselheiros eleger os diretores. Nas companhias em que o conselho não foi constituído, os diretores são eleitos dire-

---

11. Nos termos da Lei das S.A., o conselho de administração é obrigatório nas sociedades por ações de capital aberto, nas de capital autorizado e nas de economia mista.

tamente pela assembleia. Assim, quando menciona os administradores, a lei refere-se aos conselheiros e diretores eleitos, conforme previsto no estatuto social.

A assembleia geral ou a reunião do conselho que eleger administradores deve obedecer a determinados requisitos legais e estatutários quanto à sua convocação, instalação e deliberação, sendo dever do administrador eleito certificar-se de que esses requisitos legais foram observados.

O conselho de administração é encarado como guardião do objeto social e do sistema de governança, com poderes para decidir os rumos do negócio, conforme os interesses da organização. De acordo com a Lei, os conselheiros são eleitos em assembleia, cabendo aos acionistas controladores o direito de eleger a maioria deles, sendo assegurado aos minoritários, com participação relevante, o direito de eleger um membro ou mais e seus suplentes. Uma vez eleito, o conselho presta contas à assembleia, reportando atos da administração da companhia.

Como órgão deliberativo colegiado, o conselho atua por meio de reunião devidamente convocada, da qual resultam deliberações sobre as matérias constantes da pauta. Compete ao conselho, conforme a Lei das S.A.:

- ✓ Fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- ✓ Eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- ✓ Fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração e quaisquer outros atos;
- ✓ Convocar a assembleia geral ordinária, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social e outras assembleias quando julgar conveniente;
- ✓ Manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- ✓ Manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- ✓ Deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;

- ✓ Autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias e obrigações de terceiros; e
- ✓ Escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Os diretores são responsáveis pela gestão e representação ativa e passiva da companhia, com o poder de assinar contratos, cheques e outros documentos. O estatuto pode ainda estabelecer que determinadas decisões sejam tomadas em reunião da diretoria ou mesmo impor que determinados atos somente possam ser praticados por esta, se previamente aprovados pelo conselho ou assembleia.

## 5.7. Princípios de Governança Corporativa

---

Ainda que existam normas impostas por instituições financiadoras, órgãos reguladores, bolsas de valores e legislações, a adoção de grande parte das boas práticas de governança corporativa é voluntária, ou seja, cabe às empresas a decisão de incorporar ou não as recomendações elaboradas. Além disso, as recomendações de boas práticas desenvolvidas nacional e internacionalmente passaram a ser voltadas não apenas a empresas de propriedade dispersa, constituídas majoritariamente como sociedades por ações de grande porte, mas também a empresas de capital fechado, empresas familiares, cooperativas, startups e a organizações de naturezas diversas.

No Brasil, em matéria de companhias abertas, além do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas<sup>12</sup>, em 2016 foi publicado o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas<sup>13</sup>, acolhido no arco-regulatório pela Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017.

As recomendações dos diversos códigos de governança costumam basear-se em princípios. A este respeito, o código de governança mais reconhecido é o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, que se norteia por cinco

---

12. Em 2009, a ABRASCA foi estimulada a criar uma autorregulação específica para as companhias abertas. Isto resultou na aprovação e início de implantação do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, que segue o conceito do “Pratique ou Explique”. Disponível em: [www.abrasca.org.br](http://www.abrasca.org.br). Acesso em maio de 2019.

13. O Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, foi elaborado pelas onze entidades de mercado que integram o Grupo de Trabalho Interagente.

princípios básicos em sua sexta edição: integridade, equidade, responsabilização (*accountability*), transparência e sustentabilidade.

Os princípios da governança são a base das práticas que podem ser aplicadas por qualquer organização, independentemente do porte, natureza jurídica ou tipo de controle. O conhecimento dos princípios pode tornar-se instrumento útil nas organizações ao embasar as decisões tomadas quando existirem dúvidas sobre qual caminho seguir na adoção das boas práticas.

#### 5.7.1. Integridade

Praticar e promover o contínuo aprimoramento da cultura ética na organização, evitando decisões sob a influência de conflitos de interesses, mantendo a coerência entre discurso e ação e preservando a lealdade à organização e o cuidado com suas partes interessadas, com a sociedade em geral e com o meio ambiente. (IBGC, 2023, p. 19).

#### 5.7.2. Transparência

Disponibilizar, para as partes interessadas, informações verdadeiras, tempestivas, coerentes, claras e relevantes, sejam elas positivas ou negativas, e não apenas aquelas exigidas por leis ou regulamentos. Essas informações não devem restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os fatores ambiental, social e de governança. A promoção da transparência favorece o desenvolvimento dos negócios e estimula um ambiente de confiança para o relacionamento de todas as partes interessadas. (IBGC, 2023, p. 19).

#### 5.7.3. Equidade

Tratar todos os sócios e demais partes interessadas de maneira justa, levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas, como indivíduos ou coletivamente. A equidade pressupõe uma abordagem diferenciada conforme as relações e demandas de cada parte interessada com a organização, motivada pelo senso de justiça, respeito, diversidade, inclusão, pluralismo e igualdade de direitos e oportunidades (IBGC, 2023, p. 19).

#### 5.7.4. Responsabilização (*Accountability*)

Desempenhar suas funções com diligência, independência e com vistas à geração de

valor sustentável no longo prazo, assumindo a responsabilidade pelas consequências de seus atos e omissões. Além disso, prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, cientes de que suas decisões podem não apenas responsabilizá-los individualmente, como impactar a organização, suas partes interessadas e o meio ambiente (IBGC, 2023, p. 19).

### 5.7.5. Sustentabilidade

Zelar pela viabilidade econômico-financeira da organização, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e operações, e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, natural, reputacional) no curto, médio e longo prazos. Nessa perspectiva, compreender que as organizações atuam em uma relação de interdependência com os ecossistemas social, econômico e ambiental, fortalecendo seu protagonismo e suas responsabilidades perante a sociedade (IBGC, 2023, p. 19).

## 5.8. O Sistema de Governança Corporativa

A figura a seguir representa os agentes e a estrutura do sistema de governança corporativa, conforme as recomendações do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2023, p. 20):

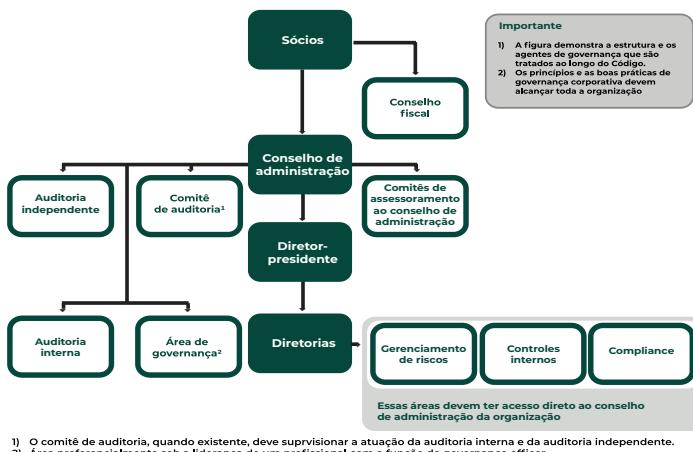


Figura 1 – Agentes e estrutura de governança

Os sócios ou a assembleia de acionistas são a instância máxima de decisão dentro da organização. São eles que escolhem e destituem os membros do conselho de administração. Em empresas familiares pode ser criado o conselho de família, que irá discutir as questões relativas à família, de forma a separá-las das questões da empresa.

O conselho de administração, de acordo com a legislação brasileira e segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, é considerado o principal componente do sistema de governança, exercendo o papel de órgão máximo na fixação das diretrizes da companhia.

Em linhas gerais, é ele quem decide o rumo do negócio, sendo responsável por seu direcionamento estratégico e pela escolha, orientação e monitoramento dos executivos. Para questões que demandem um maior aprofundamento de temas específicos, o conselho pode fazer uso de comitês para colaborar na eficiência de sua atuação<sup>14</sup>.

Os executivos ou diretores são responsáveis pela gestão do negócio. São eles que operacionalizam e executam as diretrizes estratégicas traçadas pelo conselho, a quem devem prestar contas de sua atuação. São responsáveis pelo relacionamento com os diversos públicos que são impactados ou impactam a atuação da companhia.

A auditoria interna é órgão responsável por monitorar, avaliar e realizar recomendações visando a aperfeiçoar os controles internos e as normas e procedimentos estabelecidos pelos administradores. O escopo do seu trabalho compreende os exames, análises, levantamentos e comprovações, metodologicamente estruturados, para a avaliação da integridade e adequação dos processos e dos sistemas de informações e de controles internos.

Conselho fiscal e auditoria independente são órgãos de fiscalização e controle. O primeiro verifica se conselheiros e executivos estão atuando de forma a cumprir seus deveres e responsabilidades, enquanto o segundo visa atestar se as demonstrações financeiras apresentadas pela empresa refletem, de fato, a realidade constatada na companhia.

Para aprimorar o funcionamento do sistema de governança, o conselho de adminis-

---

14. De acordo com Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, “Comitês são órgãos, estatutários ou não, de assessoramento ao conselho de administração. Sua existência não implica a delegação de responsabilidades que competem ao conselho de administração como um todo. Os comitês não têm poder de deliberação, e suas recomendações não vinculam as deliberações do conselho de administração” (IBGC, 2015, p. 57).

tração pode contar com uma área de governança para apoiar o conselho de administração e demais agentes de governança no exercício de suas atividades.

## 5.9. O Conselho de Administração

---

O conselho de administração, elo entre os sócios e a gestão, é o órgão responsável por estabelecer as diretrizes da organização e tem o dever de zelar por sua longevidade. Por este motivo, suas atribuições referem-se a assuntos estratégicos e de monitoramento. Ele exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização, sendo seu principal componente.

A definição de quais assuntos são estratégicos e, portanto, da alçada do conselho de administração, depende da evolução dos negócios da organização. De acordo com a compreensão corrente, presente no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, os conselheiros devem sempre decidir em favor do melhor interesse da organização, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros. Eles devem exercer suas atribuições considerando o objeto social da organização, seu propósito, sua viabilidade no longo prazo e os impactos decorrentes de suas atividades, produtos e serviços na sociedade, no meio ambiente e em suas partes interessadas. (IBGC, 2023, p. 32).

Os cinco temas que serão vistos a seguir (conduta, gerenciamento de riscos corporativos, gestão de pessoas, estratégia e estrutura de capital) introduzem aspectos relevantes das organizações que são cruciais para seu bom desenvolvimento e, portanto, requerem envolvimento direto do conselho de administração. Outros assuntos que merecem destaque são o acompanhamento pelo conselho das práticas de governança adotadas, dentro do seu papel de guardião da boa governança, bem como temas de natureza regulatória cuja evolução e escopo produzem impactos sensíveis sobre o contexto de operação da companhia, seus administradores e demais partes interessadas.

### 5.9.1. Conduta

O conselho de administração é o guardião dos princípios e valores da organização. Suas responsabilidades incluem disseminar e monitorar, com apoio da diretoria, a incorporação de padrões de conduta em todos os níveis da organização.

A liderança e o comprometimento dos administradores e demais executivos são fatores determinantes para a formação de um ambiente ético na companhia, contribuindo ainda no fomento a cultura e valores que direcionem igualmente as partes interessadas a adotar um comportamento ético e responsável.

Neste sentido, a criação e o cumprimento de um código de conduta é essencial, devendo comunicar com clareza diretrizes e orientar a atuação de todos, principalmente em relação a processos críticos de negócios (IBGC, 2017, p. 18). Ele representa a formalização das expectativas a respeito do comportamento e da conduta dos sócios, administradores, colaboradores, fornecedores e demais partes interessadas.

O código de conduta é o instrumento central sobre o qual se desenvolve o sistema de conformidade (*compliance*) da companhia. Esse sistema é composto por um conjunto de elementos que atendem a três finalidades básicas: prevenir, detectar e responder. Trata-se de desenvolver capacidades de identificação, avaliação, monitoramento e medidas de remediação a irregularidades. Para tanto, o comprometimento e o apoio da administração são condições indispensáveis e permanentes para o funcionamento e efetividade de um sistema de *compliance*, buscando fomentar uma cultura ética e uma conduta de respeito aos valores e à legislação (IBGC, 2017, p. 32).

### 5.9.2. Gestão de Riscos Corporativos

Em 2008, durante a crise financeira internacional, o Brasil foi palco de diversos casos envolvendo empresas com ações negociadas em bolsa de valores que apresentaram dificuldades financeiras decorrentes da excessiva exposição a riscos. Assim como casos semelhantes ocorridos em outros países, tais episódios ilustram que a rotina de tomada de decisão dos administradores inclui uma série de incertezas, e chamam a atenção para a importância da gestão de riscos para preservação e geração de valor das organizações.

O conceito de risco no mundo corporativo envolve a quantificação e a qualificação da incerteza, tanto no que diz respeito às perdas quanto aos ganhos por indivíduos ou organizações. Sendo o risco inerente a qualquer atividade – e impossível de eliminar –, a sua administração é um elemento-chave para a sobrevivência das companhias (IBGC, 2017, p. 14). A partir da relação risco-retorno, o conselho de administração deverá adequar o perfil de risco levando em consideração o melhor interesse da companhia.

Neste sentido, é importante dispor de um sistema intrínseco ao planejamento es-

tratógico de negócios, composto por processos contínuos e estruturados – desenhados para identificar e responder a eventos que possam afetar o alcance dos objetivos da organização – e por uma estrutura de governança corporativa – responsável por manter esse sistema vivo e em funcionamento (IBGC, 2017, p. 15). Trata-se do sistema capaz de mapear oportunidades de ganhos e reduzir a probabilidade e o impacto de perdas, permitindo um balanceamento sobre os níveis de retenção, redução, exploração e transferência de riscos adequado ao apetite a riscos da companhia.

Como órgão máximo da governança, o conselho de administração deve assegurar a adequada gestão de riscos, aprovando políticas e diretrizes que desenvolvam mecanismos de monitoramento. Nas organizações em que não exista o conselho, os sócios passam a responder por essa atribuição. Além do conselho, o comitê de auditoria, os comitês de assessoramento, a diretoria e o conselho fiscal exercem importante função na gestão de riscos (IBGC, 2023, p. 63). A organização deve ter uma política de gestão de riscos aprovada pelo conselho de administração e que estabeleça os limites aceitáveis para a exposição aos riscos, considerando o seu apetite a riscos (IBGC, 2023, p. 64). O conselho de administração deve assegurar que a diretoria possua mecanismos para identificar, avaliar, priorizar, mitigar e monitorar os riscos, de modo a mantê-los em níveis compatíveis com o apetite a riscos da organização (IBGC, 2023, p. 64).

### 5.9.3. Estratégia

Um dos papéis essenciais do conselho de administração consiste em refletir e definir sobre os objetivos e diretrizes estratégicas da companhia. Tal responsabilidade envolve a capacidade de atuar antecipando riscos e vislumbrando oportunidades conforme o melhor interessa da companhia.

Essas diretrizes devem ser transmitidas para que a gestão elabore o detalhamento da estratégia a ser aprovado pelo conselho de administração e, posteriormente, por ele monitorado. Para tanto, o conselho deve estimular a reflexão estratégica constante e manter-se atento às mudanças no ambiente de negócios, buscando garantir a capacidade de adaptação da organização (IBGC, 2015, p.41).

O conselheiro deve estar sempre atento ao contexto de atuação da empresa para identificar ocorrências, tendências e informações-chave que possam afetar a organização, mesmo relacionadas a temas que vão além do próprio negócio e do setor de atividade. Isso exige uma visão sistêmica do ambiente mais amplo em que a empresa atua e que, de alguma forma, possa interferir na realização dos seus objetivos estratégicos

(IBGC, 2017, p. 14). Por sua vez, ao perceber alterações relevantes (sejam potenciais ou em curso), é importante reavaliar as ações definidas no planejamento estratégico a fim de verificar sua validade e fazer as correções de rumo necessárias.

É essencial que, ao estabelecer as diretrizes estratégicas, o conselho de administração considere o propósito, a missão, a visão, os valores e os princípios da companhia, perspectivas de curto, médio e longo prazo em relação, assim como o atendimento às necessidades e expectativas das diferentes partes interessadas, o que inclui necessariamente aspectos relacionados à agenda de sustentabilidade.

#### 5.9.4. Gestão de pessoas

As questões relativas às pessoas têm tido cada vez mais espaço nas pautas de fatores críticos para a longevidade e redução de riscos das empresas (IBGC, 2014, p.8). Cada vez mais os temas de “avaliação”, “planejamento sucessório” e “remuneração” assumem destaque nas agendas do conselho de administração.

Tendo em vista a responsabilidade do conselho de administração em preservar e contribuir com o fortalecimento e, se necessário, a transformação da cultura e identidade da organização, é imperativo buscar meios de fortalecer e desenvolver a capacidade da companhia em atrair, desenvolver e reter talentos para todos os níveis da empresa, sempre em alinhamento com as necessidades estratégicas da organização.

Para tanto, é dever do conselho de administração:

- ✓ Selecionar o diretor-presidente e aprovar a nomeação dos demais membros da diretoria;
- ✓ Planejar o processo sucessório dos conselheiros, do diretor-presidente e da diretoria;
- ✓ Definir a política de remuneração e incentivos da diretoria como um todo, os objetivos e as metas do diretor-presidente, e avaliar seu desempenho;
- ✓ Participar, junto com ele, na definição de objetivos, metas e avaliação dos membros da diretoria;
- ✓ Garantir que a diretoria desenvolva uma política de atração, desenvolvimento e retenção de talentos que sejam alinhados às necessidades estratégicas

da organização.

#### 5.9.5. Estrutura de capital

Como mencionado anteriormente, há fragmentos da Lei das S.A. que estabelecem responsabilidades do conselho de administração relativas à estrutura de capital das empresas. Tais temáticas estão relacionadas ao crescimento e preservação da companhia, à medida que propicia sua sustentabilidade financeira.

Além da estrutura de capital ideal de uma empresa e as decisões para que se mantenha seu patamar ótimo, as fusões e aquisições são temas frequentes para o ambiente empresarial mundial, especialmente o brasileiro. Reorganizações societárias, portanto, são muitas vezes pauta das reuniões do conselho de administração, envolvendo incorporação, incorporação de ações, ou aumento de capital.

Casos que remetam direta ou indiretamente a conflitos de interesses e/ou transações entre partes relacionadas (conselheiros, diretores e/ou sócios), é dever do conselho de administração zelar para sejam conduzidas dentro de parâmetros de mercado em todos os aspectos (ex.: preço, prazo, garantias e condições gerais). Em seu exercício, o conselho de administração deve solicitar à diretoria alternativas de mercado à transação entre partes relacionadas em questão, ajustadas pelos fatores de risco envolvidos (IBGC, 2015, p. 98).

### 5.10. Governança, *stakeholders* e sustentabilidade

---

Cada vez mais, desafios sociais e ambientais globais, regionais e locais fazem parte do contexto de atuação das organizações, afetando sua estratégia e cadeia de valor, com impactos na sua reputação e no valor econômico de longo prazo. A governança corporativa evoluiu significativamente nos últimos anos, expandindo seu foco da otimização de valor econômico exclusivamente aos sócios para o objetivo de geração de valor compartilhado entre os sócios e as demais partes interessadas. Essa perspectiva contemporânea reconhece a interdependência entre as organizações e as realidades econômica, social e ambiental em que elas estão inseridas. (IBGC, 2023, p. 16).

Se por um lado, os fatores econômico-financeiros ganham cada vez mais destaque na agenda política dos Estados, justamente pela elevada capacidade de influenciar

os ritmos de desenvolvimento dos países, crescem, por outro, ações e programas que ampliam o entendimento do papel e das responsabilidades da empresa sobre temas ambientais e sociais e de governança (agenda ESG, na sigla em inglês<sup>15</sup>).

Conforme argumenta Almeida (2003, 25), a moderna empresa passou a incluir em seus cálculos organizacionais agentes econômicos e partes interessadas sem relação clara e imediata com a geração de valor para o acionista. Para esta nova realidade, em que aspectos de ordem socioambiental, política e filantrópica integram as responsabilidades da organização, as boas práticas de governança assumem grande importância.

Além de oferecer referências de modo a promover o alinhamento de interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, a governança corporativa contempla necessariamente a demanda do conjunto de *stakeholders* que dependem da longevidade das corporações, sejam eles investidores, empregadores, consumidores, fornecedores, comunidades locais ou governo.

No Brasil, os *stakeholders* dispõem de mecanismos e instrumentos de governança corporativa e sustentabilidade que promovem sistemas estruturados e formalizados em matéria ambiental, social e de governança.

Desde a década de 1990, iniciativas como o lançamento do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC<sup>16</sup>, em 1999, a reforma da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações), publicada em outubro de 2001, e também em 2000, a criação dos níveis diferenciados de governança pela B3 representaram grande impulso para a evolução da qualidade do ambiente empresarial do país. Soma-se a essas iniciativas a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3, em 2005; e alguns anos depois, em 2008, o lançamento da Instrução 480 da CVM – atual Resolução CVM 80/2022. Todos marcos relevantes no processo de evolução da agenda de governança e sustentabilidade brasileiros.

---

15. Environmental, social and governance issues.

16. O ano de 2015 foi o último ano da iniciativa, uma vez que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tornou obrigatória essa forma de disclosure sobre informações socioambientais a partir de 2016.

## 5.11. Sustentabilidade Empresarial

---

Nos anos 1980, sustentabilidade foi inicialmente definida como o processo de “satisfazer as necessidades do presente sem comprometer a possibilidade de as gerações futuras suprirem suas próprias necessidades” (Relatório Brundtland/ONU). Décadas mais tarde, ao adotar tal conceito, as organizações incorporaram o triplo alicerce econômico-financeiro, social e ambiental à sua estrutura (*tripple bottom-line*), cabendo aos administradores a responsabilidade de integrá-lo à estratégia de negócios, por cujo processo de implementação os gestores devem responder.

Neste sentido, os aspectos intangíveis (ou não financeiros) como *goodwill*, marca, reputação, respeito ao meio ambiente, aos direitos humanos, entre outros, tornaram-se temas relevantes para as organizações. A partir de diferentes motivações, a Responsabilidade Corporativa, um dos princípios básicos da governança corporativa, ganhou relevância, envolvendo noções de longo prazo e impactos globais.

Conforme argumenta Carlos Eduardo Lessa Brandão (2006, pp. 87-88), tais temas têm o potencial de afetar o ambiente de negócios das empresas, pois estão intimamente ligados ao comportamento de acionistas, clientes, fornecedores, funcionários, legisladores e comunidades ligadas direta ou indiretamente às atividades da empresa, as chamadas partes interessadas ou *stakeholders*. Trata-se, portanto, de um entendimento mais abrangente dos aspectos que interferem na estratégia de negócios da organização.

No plano internacional, uma das primeiras propostas da Organização das Nações Unidas (ONU) tratando do tema responsabilidade social corporativa foi o Pacto Global, em 2000. Ainda sob âmbito da ONU, em 2002, a Carta da Terra buscou a mesma abrangência da Declaração Universal dos Direitos Humanos no que se refere à sustentabilidade, equidade e justiça.

No Brasil, ator importante no cenário internacional sobre meio ambiente e desenvolvimento sustentável, iniciativas de diferentes organizações, governamentais e não governamentais, refletiram a crescente atenção aos aspectos de ordem social e ambiental da agenda contemporânea.

Em 2012, o país l foi sede da Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento Sustentável, a Rio+20. Na ocasião, a exemplo de outras iniciativas

passadas de governança corporativa e sustentabilidade<sup>17</sup>, as diversas entidades e participantes do mercado de capitais brasileiro demonstraram estar alinhados com os temas de sustentabilidade, dos quais são ilustrativos:

- ✓ A criação, pela Comissão de Valores Mobiliários, de categoria no Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais - IPE para o arquivamento de “Relatório de Sustentabilidade”;
- ✓ A proposta da B3 de adoção ao modelo “relate ou explique” para relatórios de sustentabilidade ou similares;
- ✓ A recomendação do Código ABRASCA no sentido da divulgação de um relatório de sustentabilidade.

A partir dos anos 2015, como legado dos Objetivos do Desenvolvimento do Milênio estabelecidos no âmbito das Nações Unidas (ONU), foi lançada a agenda 2030. Uma ampla iniciativa envolvendo governos, empresas, organizações do terceiro setor cujo compromisso está materializado em 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável e 169 metas envolvendo as dimensões: pessoas, planeta, prosperidade, paz e parceria<sup>18</sup>.

A experiência recente atesta o adensamento de um modelo que tem como base não apenas o aspecto econômico-financeiro (single bottom-line), mas também os aspectos ambientais, sociais e de governança (ESG) de forma integrada. Trata-se de adotar um plano de gestão que se define pela relação ética com todos os stakeholders com os quais a organização se relaciona, bem como investir no aperfeiçoamento das ferramentas de administração e no desenvolvimento profissional dos diversos agentes da governança.

Uma vez que a extensão das responsabilidades corporativas ampliou as fronteiras da governança, novas demandas passaram a integrar as estratégias de desenvolvimento das empresas. Nesse sentido, um posicionamento mais consistente relacionado às questões ambientais e sociais passou a corresponder tanto à preservação e otimização

---

17. Em 2005, a B3, em conjunto com várias instituições – ABRAPP, ANBIMA, APIMEC, IBGC, IFC, Instituto ETHOS e Ministério do Meio Ambiente – decidiram unir esforços para criar um índice de ações que seja um referencial (“benchmark”) para os investimentos socialmente responsáveis, o ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial. A este esforço soma-se a iniciativa de uma parcela significativa dos fundos de pensão brasileiros que adotam em seus investimentos os Princípios do Investimento Responsável (PRI), onde reafirmam o compromisso com a perenidade das empresas onde investem.

18. Acesse a agenda 2030 e outras informações sobre os 17 Objetivos do Desenvolvimento Sustentável em <https://nacoesunidas.org/> (acesso em maio de 2019).

do valor da empresa quanto a um gerenciamento eficaz das vulnerabilidades e dos riscos corporativos.

Deste modo, é a partir do despertar para a sustentabilidade empresarial que novas estratégias de negócios para o desenvolvimento de longo prazo integradas às práticas de sustentabilidade poderão contribuir para o alinhamento de interesses e a geração de valor compartilhado para companhias, acionistas e demais *stakeholders*.

## 5.12. Marcos e Referenciais de Governança

---

Marcos de governança corporativa no mundo:

ANO	MARCO
1992	Relatório Cadbury (Financial Aspects of Corporate Governance) – início das práticas de governança para empresas.
1994	King Report I – abertura democrática e econômica da África do Sul em– comitê para elencar princípios para uma economia livre de mercado.
1999	Princípios de Governança Corporativa da OCDE – Código de recomendações de boas práticas.
2001	Sarbanes-Oxley Act – regulamentação pós-crise com Enron, Worldcom etc
2010	Dodd Frank Act – regulamentação pós crise dos derivativos que afetou empresas em todo o mundo.
2015	Princípios de Governança Corporativa da G20/OCDE – Código de recomendações de boas práticas.

## Marcos de governança corporativa no Brasil:

ANO	MARCO
<b>1995</b>	Fundação do IBGC.
<b>1997</b>	Reforma a Lei das SA, revogação do <i>tag along</i> de 100% para ações ON.
<b>1999</b>	1ª edição do Código das Melhores Práticas do IBGC.
<b>2001</b>	Criação dos segmentos de listagem diferenciados de governança corporativa na bolsa de valores de São Paulo, "Novo Mercado".
<b>2001</b>	2ª edição do Código das Melhores Práticas do IBGC.
<b>2002</b>	Primeiro IPO do Novo Mercado.
<b>2004</b>	3ª edição do Código das Melhores Práticas do IBGC.
<b>2009</b>	Edição das Instruções Normativas 480 (Formulário de Referência) e 481 da CVM.
<b>2009</b>	4ª edição do Código das Melhores Práticas do IBGC.
<b>2009</b>	Lançamento do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas.
<b>2011</b>	Revisão do segmento de listagem Novo Mercado.
<b>2013</b>	Criação da Lei 12.846 "Lei Anticorrupção", com dispositivos sobre programa de conformidade ( <i>compliance</i> )
<b>2015</b>	5ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.
<b>2016</b>	Lançamento do Código Amec de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais – Stewardship.

<b>2016</b>	Criação da Lei 13.303 “Lei das Estatais”, com dispositivos de governança para empresas estatais.
<b>2016</b>	Lançamento do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, elaborado pelo GT Interagentes.
<b>2017</b>	Revisão do segmento de listagem Novo Mercado.
<b>2017</b>	Incorporação do informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, na Instrução 480 da CVM – atual Resolução CVM 80/2022.
<b>2019</b>	Lançamento do Código de Autorregulação em Governança de Investimentos.
<b>2023</b>	6ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.

### Referenciais teóricos de governança corporativa:

ANO	REFERENCIAL
<b>1932</b>	Berle & Means – identificação do conflito de agência em <i>The Modern Corporation and Private Property</i> .
<b>1970</b>	Friedman – teoria da primazia do acionista em <i>The Social Responsibility of Business Is To Increase Its Profits</i> .
<b>1983</b>	Fama & Jensen – teoria da agência em <i>The Separation of Ownership and Control</i> .
<b>1984</b>	R. Edward Freeman – teoria da primazia dos stakeholders em <i>Strategic Management: A Stakeholder Approach</i> .
<b>2003</b>	M. Jensen – Teoria esclarecida dos stakeholders em <i>Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function</i> .
<b>2008</b>	E. Pichet – Teoria esclarecida dos shareholders em <i>Enlightened Shareholder Theory: Whose Interests should be Served by the Supporters of Corporate Governance? Corporate Ownership and Control</i> .
<b>2013</b>	Lynn Stout – Questionamentos sobre a teoria da primazia dos acionistas em <i>The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public</i> .



# 6

## RELAÇÕES COM INVESTIDORES

## 6. Relações com Investidores

As Relações com Investidores podem ser definidas como parte da administração estratégica de uma empresa, uma vez que envolvem atividades em que a comunicação irá contribuir positivamente para a justa avaliação da companhia. O executivo de Relações com Investidores (RI) é responsável por uma comunicação de mão dupla, pois fornece ao mercado e entidades legisladoras e fiscalizadoras dados históricos e perspectivas da empresa, bem como informa à alta administração da companhia a percepção e as demandas das partes interessadas em relação à companhia.

Os objetivos do departamento de RI podem ser resumidos de maneira relativamente simples: fornecer boa informação para analistas e investidores, ampliar e cativar a base acionária, identificando os investidores mais adequados ao perfil da companhia, moldar a mensagem da companhia de uma forma que claramente represente seu valor e enviar informações qualificadas sobre as respostas do mercado para a alta administração.

Embora essas metas sejam relativamente simples de listar, os meios para atingi-las podem ser complexos, requerendo vários tipos de recursos analíticos e estratégias de comunicação. O RI, portanto, é um meio de acesso às informações estratégicas, tanto do lado dos investidores quanto da companhia.

O programa de RI deve ser elaborado e executado sempre a partir de um conhecimento profundo do setor e da organização. Deve, ainda, prestar atendimento a todo o universo de públicos estratégicos e contar, internamente, com informações relativas às principais questões que surjam no dia a dia da vida societária.

O leque de ações é extenso e vai desde explicações para justificar critérios de avaliação de um determinado ativo contábil até informações detalhadas sobre estratégias de parceria no mercado, passando pelas questões regulatórias e direitos dos acionistas. Assim, o profissional de RI precisa estar bem preparado. Ele deve conhecer as estratégias e entender do setor e da legislação pertinente para comunicar aos agentes do mercado de capitais, que demandam informações mais detalhadas sobre o desempenho das companhias e níveis de transparência e equidade.

Dessa forma, as áreas de RI devem estruturar-se para acompanhar as exigências do mercado, que as obrigam a ir além de itens econômicos, financeiros, contábeis e registros gerenciais de produção e comércio. Companhias que dão real valor ao mer-

cado são pró-ativas em suas ações de RI, estão sempre munidas de bons estudos de targeting de investidores atuais e potenciais, antecipam as demandas do mercado e “vendem-se” para os investidores exatamente como são, conseguindo eliminar as lacunas entre seu valor justo e o preço em bolsa.

Uma área de RI bem estruturada contribui para integrar as diversas áreas de atividade da companhia, uma vez que precisa promover uma cultura específica de difusão da informação para todos os públicos estratégicos, inclusive o interno.

Conforme assume suas diretrizes de modo consistente e contínuo, o trabalho de RI permite que todas as medidas adotadas pela companhia sejam facilmente compreendidas pelos investidores e todos os demais públicos envolvidos. Isso promove maior percepção de segurança em relação à estratégia adotada e ao desempenho da companhia no longo prazo, o que contribui para agregar valor às ações.

Ao mesmo tempo, funciona como um termômetro do mercado para a alta direção da companhia, agilizando o acompanhamento das demandas e das perspectivas de investidores, analistas, imprensa e de outros públicos estratégicos.

## 6.1. A Atividade de Relações com Investidores

---

A evolução da área de Relações com Investidores acompanha a crescente relevância que o mercado de capitais tem exercido na agenda econômica do País. Ela integra um movimento que já valorizou a área de RI nas empresas em boa parte do mundo e tem feito com que as empresas brasileiras também ampliem o espaço ocupado por essa atividade dentro de sua estrutura.

Cabe ao profissional de RI atuar simultaneamente em dois sentidos: levando informações da companhia para seus públicos estratégicos e trazendo para a companhia o necessário retorno (*feedback*) que irá mostrar as demandas e necessidades desses públicos. O resultado desse trabalho é o aperfeiçoamento das práticas internas e o melhor atendimento das solicitações do mercado.

Sua eficácia depende, em primeiro lugar, da criação e da disseminação da cultura da companhia de capital aberto junto ao público interno da companhia, desde a alta administração até o “chão de fábrica” ou seu equivalente fora da área industrial, pas-

sando também pelos clientes, consumidores, parceiros e fornecedores terceirizados.

Determinar objetivos estratégicos e, com base nesse planejamento, estabelecer o tamanho e o status da área de RI dentro da companhia são os passos necessários para as empresas que chegam ao mercado. Para as que já estão presentes, a reavaliação constante de metas e resultados de RI é vital, até porque um programa bem desenhado no passado pode ficar defasado diante das novas realidades do mercado, das eventuais alterações na forma de inserção da companhia junto à comunidade de investidores, do incessante crescimento dos recursos tecnológicos e conhecimento humano que surgem a cada ano.

Assim como em outras áreas estratégicas dentro da empresa, a atualização e o aprimoramento em RI podem significar um grande diferencial para a reputação corporativa da companhia aberta. Isso contribui para que o programa de RI possa esclarecer os eventuais “ruídos” de comunicação entre a organização e seus diversos públicos.

### 6.1.1. O papel dentro da companhia

Ao mesmo tempo em que aumenta a percepção das empresas a respeito da importância do mercado de capitais e da adoção dos melhores padrões de governança corporativa, cresce o papel estratégico e a responsabilidade do RI dentro da estrutura da companhia, com espaço próprio na gestão e buscando patamares diferenciados de atuação. O trabalho de Relações com Investidores mudou de perfil e já está presente nas mesas da alta administração de boa parte das companhias abertas brasileiras.

O RI deve considerar investidores e analistas como stakeholders (públicos de interesse) e trabalhar para conquistar sua confiança. Como num programa de marketing, a comunidade de investidores é o mercado dos RI e é fundamental que suas demandas sejam corretamente identificadas a cada momento. Esse é um público que não gosta de surpresas — boas ou más — e, quando surpreendido, considera não ter sido bem informado pela companhia.

A área de RI deve estar presente no dia a dia das companhias abertas e dos agentes do mercado, o que tende a se acentuar no caso das empresas que pretendem chegar ou já estão em níveis mais avançados de Governança Corporativa. A importância hierárquica e a valorização da área de RI estão vinculadas aos objetivos de transparência e boas práticas de governança como elemento de geração de valor.

A boa circulação da área de RI dentro da companhia é indispensável: o departa-

mento de RI deve obrigatoriamente circular pelas outras áreas e ter acesso efetivo ao que acontece, receber informações atualizadas e acompanhar diariamente o fluxo de novidades tecnológicas, financeiras, mercadológicas, jurídicas e de comunicação. A capacidade de interação com o conjunto da companhia pode fazer toda a diferença para garantir o sucesso da política de relacionamento com os agentes do mercado e assegurar o cumprimento, pelo Diretor de Relações com Investidor (DRI), do seu dever de garantir que sejam imediatamente divulgadas as informações relevantes, capazes de afetar a cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia e de influenciar nas decisões de investimento.

Nos Estados Unidos, por exemplo, segundo dados do NIRI (National Investors Relations Institute), mais de 20% dos profissionais de RI já respondem diretamente aos presidentes executivos, o que significa que as companhias mantêm diretorias próprias dedicadas à atividade, vinculadas diretamente ao principal executivo. Essa posição reflete o grau de valorização da atividade naquele mercado e estabelece o potencial de crescimento da área no Brasil.

A definição das atividades de RI e o grau de responsabilidade atribuído aos profissionais da área variam de acordo com as características corporativas e com o nível de excelência que a companhia pretende atingir no mercado de capitais. Em todas as circunstâncias, o apoio do topo da administração e o engajamento do presidente executivo em fortalecer as atividades de RI são fundamentais. Colocar essa área na mesa da alta administração ajuda a minimizar conflitos e a reduzir riscos inerentes ao exercício da atividade de RI, abrindo caminho para melhores resultados.

#### *Atribuições básicas da área de RI*

- ✓ Atuação como porta-voz da companhia na comunicação com o mercado e com a imprensa econômica;
- ✓ Relacionamento com os órgãos reguladores, entidades e instituições do mercado, bolsas de valores e mercados de balcão;
- ✓ Ampliação da base acionária;
- ✓ Avaliação contínua das respostas do mercado à atuação da empresa e promoção de reflexão interna com outras áreas da companhia;
- ✓ Contribuição para definir a estratégia corporativa e ideias que agreguem valor;

- ✓ Desenvolvimento da cultura de companhia aberta junto ao público interno;
- ✓ Integração do programa de comunicações entre as diversas áreas da companhia;
- ✓ Planejamento e execução da divulgação de informações obrigatórias e voluntárias;
- ✓ Acompanhamento das avaliações/análises feitas sobre a empresa, bem como das condições de negociação dos valores mobiliários da companhia;
- ✓ Coordenação e acompanhamento dos serviços aos acionistas e respectivas assembleias;
- ✓ Reuniões públicas e individuais com analistas de investimento, acionistas e investidores potenciais.

#### 6.1.2. Disseminação da cultura de capital aberto

Tarefa prioritária da área de Relações com Investidores, a disseminação da cultura de companhia de capital aberto entre os diversos níveis de público interno é reconhecida internacionalmente como a base da pirâmide para o sucesso no mercado de capitais. Ela direciona o comportamento de todos no que diz respeito ao ambiente corporativo, ajudando a fixar os conceitos de companhia ética, responsável e transparente. Consequentemente, contribui para aprimorar o relacionamento da companhia com a comunidade de investidores, analistas de investimentos e com a sociedade como um todo, fortalecendo uma reputação saudável entre os públicos estratégicos.

Tanto o público interno quanto o externo precisam ter convicção a respeito das boas práticas de governança e de seus benefícios para a companhia e para o conjunto dos investidores. Entre os principais “mantras” de um RI estão as frases: “Diga sempre a verdade” e “Se não souber responder, não tenha dúvida em dizer ‘não sei’, pois é a sua credibilidade como profissional que está em jogo, assim como a imagem da companhia”.

A área de RI tem responsabilidade crescente na estrutura de governança das empresas e no desenvolvimento da nova cultura de capital aberto. Esses profissionais, em contato estreito com investidores, acionistas e analistas, podem representar considerável ganho de valor para a companhia, avaliando as demandas e os caminhos a seguir.

Boa parte das demandas são apresentadas pelos próprios investidores. Para atendê-las, as companhias que adotam práticas diferenciadas criam conselhos e comitês independentes, separam as funções do presidente executivo daquelas do presidente do Conselho, criam comitês de divulgação de informações (*disclosure*) e adotam uma política de remuneração dos executivos, ou seja, reformulam estrategicamente sua estrutura de governança.

O trabalho de RI deve estar muito próximo ao dos departamentos jurídico, contabilidade, controladoria, assessoria de imprensa, de relações públicas, recursos humanos e da alta administração.

As companhias que chegam à Bolsa com ofertas públicas iniciais de ações funcionam como vitrine do mercado acionário para os investidores. Nesse contingente estão incluídos também os seus colaboradores, pois várias companhias destinam uma fatia do total de ações para esse investidor de varejo. Isso contribui para ampliar o conceito de aplicação em ações, alinhar os interesses dos trabalhadores às estratégias da companhia, além de contribuir para o fomento da cultura de companhia aberta não apenas junto à alta direção.

Ao se tornarem acionistas, os funcionários passam a acompanhar de perto o desempenho dos papéis da companhia, entendem melhor o processo de formação de preço das ações em relação aos resultados da companhia e do setor do mercado em que ela atua. E os que ainda não são acionistas aprendem gradualmente a conviver com essa perspectiva.

O processo de difusão interna da cultura de companhia aberta exige algumas mudanças importantes em relação a questões de governança corporativa, transparência e comunicação das informações ao mercado e aos órgãos reguladores.

A questão cultural ganha maior dimensão para companhias que estão abrindo o capital. Essa mudança cultural precisa ser absorvida no dia a dia da companhia, conforme a nova estrutura é implantada.

Quanto maior a dispersão da base acionária, maior será a complexidade do trabalho do profissional de RI na implementação dessa nova postura corporativa. É necessário administrar esse processo de mudança, uma vez que os funcionários devem compreender como funciona a estrutura com um Conselho de Administração, quais são as atribuições e responsabilidades dos conselheiros, como se realiza o processo de prestação de contas, como é a fiscalização, a nova regulamentação, nacional e inter-

nacional, que orienta a atuação da companhia no mercado e quais as sanções a que companhia, executivos e conselheiros estão sujeitos.

Apenas a partir da compreensão integral do conceito e da importância de uma companhia aberta será possível alinhar o conjunto empresarial às práticas de colaboração e prestação de informações.

- ✓ O RI é um dos principais interlocutores responsáveis pela reputação da companhia, agregação de valor e grau de liquidez dos papéis;
- ✓ Cabe ao RI atuar como embaixador da companhia e do País, estimulando os investidores estrangeiros a conhecer a economia brasileira e criando oportunidades de negócios;
- ✓ É função do RI destacar junto ao público externo a evolução da infraestrutura e do ambiente regulatório nacional;
- ✓ O profissional de RI deve ressaltar os avanços em governança corporativa no país e uso de referenciais (índices) que refletem a fase em que se encontram as companhias e agentes do mercado.

### *Decisão consciente*

A partir do momento em que a companhia decide abrir seu capital e ter o mercado acionário como parceiro, encerra-se obrigatoriamente uma etapa de baixo *disclosure*. Isso significa tomar um caminho sem volta enquanto estiver no mercado, porque diante das normas societárias e da nova realidade global não é possível ser uma companhia “meio aberta” ou “relativamente transparente” sem prejudicar sua credibilidade e sujeitar seus administradores a possíveis punições pelo órgão supervisor.

### *Programas efetivos*

Para disseminar essa cultura é importante adotar programas realistas e bem direcionados de educação e treinamento interno a todos os funcionários. A grade curricular precisa conter informações sobre a regulamentação do mercado no Brasil, direitos e deveres dos acionistas e dos administradores, diferenças de tratamento na regulamentação para acionistas majoritários e minoritários, composição acionária, normas para divulgação de resultados e comunicação de informações à imprensa etc. Os cursos ministrados dentro das companhias são um exemplo de como agilizar esse tipo de programa, mas precisam ser ministrados por especialistas reconhecidos pelo mercado.

## *Atualização e informação*

A companhia deve incluir alguns aspectos ligados à área de RI nos critérios para avaliação de seu pessoal em determinados escalões da estrutura hierárquica, certificando-se, por exemplo, de que acompanhem as notícias divulgadas sobre a sociedade e suas operações no mercado. Elaborar cartilhas internas e programas especiais de recursos humanos é uma alternativa utilizada com bons resultados em diversas companhias.

## *Valor da governança*

A cultura de companhia aberta implica obrigatoriamente na divulgação das boas práticas de governança corporativa adotadas pela empresa, assim como a explicação didática de seu impacto, utilizando todas as ferramentas de comunicação interna disponíveis. Respeito ao investidor e ao mercado são os conceitos que estão relacionados a essa ideia e devem ser disseminados junto ao público interno. O objetivo é estabelecer a noção de que boas práticas de governança alinham os interesses de todos os públicos e fortalecem a companhia.

### **6.1.3. O Porta-voz da Companhia**

A atuação do RI como porta-voz da companhia é peça-chave para criar e consolidar a reputação corporativa em vários níveis de comunicação. Ele é o porta-voz da companhia para todo o público interessado, financeiro ou não financeiro (acionistas, analistas, investidores, bolsa, órgãos reguladores e imprensa), e deve estar preparado para atuar tanto em tempos de calmaria como em crises ou adversidades. Precisa compreender o que a comunidade espera, identificar demandas presentes e potenciais.

O RI precisa conhecer todos os fatos da companhia — institucionais, administrativos, financeiros, operacionais, comerciais, internacionais, relacionamento com funcionários, responsabilidade social e ambiental, ética, relacionamento com a mídia e com o conjunto dos públicos externos — antes de falar publicamente sobre qualquer ponto.

Cabe ao porta-voz, também, compreender como funciona o setor em que a companhia está inserida, como ela participa desse setor em termos relativos e absolutos, sua participação de mercado e liderança, concorrência e vantagens competitivas nos mercados interno e externo e a posição da companhia e do setor em termos de governança corporativa. É essencial conhecer os principais concorrentes da companhia, estar atualizado em relação ao desempenho dessas empresas e do setor e de todos os

aspectos que podem representar ganho ou perda de vantagens competitivas.

Essa diversidade de conhecimento é indispensável porque o porta-voz assume a responsabilidade de fornecer informação de qualidade, garantir o fluxo necessário de informações e identificar os momentos em que a confidencialidade é exigida. Para garantir esse quesito, o porta-voz tem necessariamente de estudar em profundidade o mercado de capitais e ter conhecimento multidisciplinar envolvendo as áreas de finanças, marketing, comunicação e legislação nacional e internacional. Ele tem ainda de estar preparado para responder sobre os pontos fracos e fortes da empresa, o que resulta em informações mais consistentes.

Informação é a matéria-prima básica de trabalho do analista e ele precisa de informações tempestivas para fazer sua recomendação de investimento. Avaliar a reação dos analistas, acionistas e jornalistas especializados após reuniões públicas para apresentação de resultados e perspectivas, ou após reuniões individuais, é um bom termômetro do desempenho do profissional de RI.

Cabe ao porta-voz não apenas a tarefa de comunicar informações, mas participar ativamente do processo de melhoria da qualidade dessas informações. A montagem e o planejamento desta tarefa exigem tempo e critérios rigorosos de preparação para que os profissionais estejam familiarizados com todas as divisões da companhia antes de assumir a posição.

A capacidade de identificar as reações do mercado frente às estratégias e às iniciativas da companhia representa um poderoso instrumento de informação a ser captada pela área de RI. Um dos desafios que mais preocupam e, ao mesmo tempo, mais estimulantes desse trabalho consiste em acompanhar continuamente essas respostas, antecipar reações e aprender a identificar o “recado” enviado pelos diversos agentes do mercado, sejam eles analistas, acionistas, investidores institucionais, Imprensa, Bolsa ou órgãos reguladores.

As reuniões públicas, individuais, teleconferências, entrevistas coletivas ou simplesmente o contato diário com analistas e investidores são oportunidades para obter essa resposta e analisar as avaliações e expectativas do mercado em relação à companhia. Uma das atribuições do departamento de RI é identificar o melhor caminho para estimular essa resposta. Um trabalho conjunto com as áreas de relações públicas e comunicação permite delimitar todas as oportunidades para pesquisar a imagem da companhia junto aos diversos agentes do mercado.

Além de detectar demandas do mercado, o RI é fundamental na articulação de linhas de ação que ajudarão a companhia a atender essas demandas. A partir da visão transmitida pelo RI, a companhia ganha uma oportunidade estratégica para observar a reação do mercado à sua performance. Uma das principais vantagens desse retorno é a agilidade para antecipar demandas e oferecer aos investidores aquilo que eles esperam receber da companhia — maior transparência, novas táticas de relacionamento, melhor comunicação e, eventualmente, alteração dos projetos e mudança de rumos. Desse modo, o mercado de capitais passa a ser compreendido pela companhia também como uma consultoria valiosa para aperfeiçoar suas estratégias.

#### *6.1.4. Administração de Crises*

A companhia deve estar preparada para administrar eventuais crises que envolvam os mais variados tipos de problemas. É importante que profissionais da companhia saibam lidar com casos de vazamento de informação privilegiada (*inside information*), divulgação incorreta de dados, conflitos regulatórios ou societários, incidentes que envolvam o meio ambiente, questões sindicais e trabalhistas, entre outras. Há diversos outros exemplos que podem configurar crises, como a apresentação de resultados negativos no ano ou no trimestre, mudanças na política de distribuição de dividendos e outros episódios que podem causar um desgaste para a imagem da companhia e prejudicar o valor de suas ações no mercado.

Esses fatos também devem ser incluídos como vetores de risco no planejamento de administração de crises. Mas, sobretudo, não podem nem devem, nos termos da regulamentação, ser omitidos no caso de se mostrarem relevantes.

Para contornar esses momentos e minimizar a perda de valor para a companhia, é indispensável contar com uma política de transparência e com um trabalho previamente estruturado. Será preciso divulgar imediatamente a informação vazada, tornando-a acessível ao público em geral ou, em caso de crise, informar ao mercado como ela está sendo enfrentada pela alta direção da companhia, quais os exatos motivos que a geraram e quais as expectativas de equacionamento dentro de um determinado período de tempo.

Transparência, respeito às normas de conduta ética e disponibilidade para fornecer explicações devem ser um princípio rigoroso dentro da companhia. Se a imagem corporativa estiver fortalecida junto ao mercado por esse comportamento aberto e ético, a administração de crises será uma tarefa bem mais simples para a área de RI gerenciar.

Admitir um problema e reconhecer suas dimensões é o primeiro passo para uma estratégia eficaz em momentos de crise, abrindo caminho para que a companhia, seus administradores e executivos consigam manter a confiança do investidor.

## 6.2. O PÚBLICO DA COMPANHIA

---

Desenvolver sólido relacionamento com a comunidade de investimentos é uma das mais valiosas responsabilidades do RI, ajudando a criar confiança na companhia. A comunicação com públicos que têm interesses diversos exige uma linha de trabalho que dê ênfase diferenciada para cada tópico tratado. Também há uma razoável variação nos graus de profundidade e sofisticação na abordagem de cada tema.

### 6.2.1. Buy Side

Analista *buy side* é uma definição que abrange os analistas e os gestores de fundos de investimentos. São profissionais que atuam na ponta das negociações e cujos movimentos de compra ou venda, quando associados a grandes fundos, podem afetar as oscilações e tendências do mercado. Cabe à área de RI suprir esses analistas com informações adequadas às suas demandas. Embora as informações sobre a companhia sejam as mesmas, analistas *buy side* e *sell side* têm necessidades diferenciadas.

No caso da ponta *buy side*, o foco é nas tendências de longo prazo e, em geral, há maior ênfase nas informações relativas à governança corporativa da companhia, um item que pode influenciar as decisões de investimento. Além disso, esses profissionais exigem contato direto com a alta gerência da companhia e podem atuar como representantes dos acionistas. Para esse público, o RI deve focar as informações sobre tendências setoriais, avanços nos negócios e fatores de risco, lembrando que a meta é reduzir o grau de incerteza sobre a companhia.

Cabe ao RI informar ao gestor e ao analista *buy side* sobre os fatores mais relevantes para agregar valor às ações da companhia, suas vantagens competitivas, fundamentos da companhia, resultados financeiros e operacionais e o progresso, que estão intimamente relacionados aos interesses de informação por parte desse profissional, com base no fundo que ele administra. Fatores não financeiros (governança corporativa, reputação, marca, capital intelectual, liderança, responsabilidade social e ambiental,

transparéncia, comunicação, inovação) têm importância crescente na avaliação de uma companhia. A estratégia para a sustentabilidade do negócio é outro tema preponderante, altamente valorizado pelos gestores.

Diversos fatores chamam a atenção dos analistas, como os planos de expansão da companhia, o comportamento das sociedades que passaram por processo de fusão e a elaboração de relatórios separados para cada unidade de negócios ou linha de produtos.

### 6.2.2. Sell Side

Analistas *sell side* são profissionais que atuam em bancos e corretoras de valores fazendo a prospecção de investimentos e recomendando a compra ou venda das ações. Eles acompanham de perto o comportamento das ações e das companhias e suas demandas de informação, portanto, estão focadas na necessidade de dados pontuais e mais detalhados, o que significa maior exigência de contato constante com a área de RI.

Os analistas que atuam como *sell side* buscam o máximo possível de *disclosure* (capacidade de divulgar informações com transparéncia) da companhia e, assim como acontece no *buy side*, também exigem contato com a alta gerência.

A informação de qualidade é fundamento essencial para que o analista recomende as ações da companhia. Além das informações básicas, como o desempenho econômico-financeiro, os analistas *sell side* querem dados sobre o plano estratégico da companhia, desenvolvimento de novos produtos, melhorias de processos de produção, programa de redução de custos, fortalecimento das relações com clientes, ou atividades de treinamento que tornem os colaboradores mais produtivos. Informações sobre a posição da companhia em relação à concorrência também são solicitadas, o que inclui a sua participação de mercado, assim como o que a companhia está fazendo para manter ou melhorar a sua posição no mercado.

Também são informações de interesse, os investimentos direcionados para melhoria ou implantação de novas plantas, expansão global, pesquisa e desenvolvimento (P&D) de novos produtos ou possíveis avanços tecnológicos, e a descrição das vantagens competitivas.

A partir dessas discussões, o analista tem condições de comparar e avaliar quais companhias possuem as tecnologias mais fortes, os produtos com as melhores carac-

terísticas, os melhores custos de fabricação, a maior lealdade por parte dos clientes. É importante que as companhias consigam combinar os aspectos quantitativos e qualitativos ao fornecer essas informações.

Para atuar adequadamente junto ao *sell side*, o profissional de RI pode fazer uma avaliação preliminar para identificar a influência desses analistas no mercado. É importante estudar o seu trabalho, pelo menos durante um período suficiente para determinar a qualidade e a abrangência de suas pesquisas, seus interesses específicos e as possibilidades de cobrirem a companhia em questão.

### 6.2.3. Investidores Institucionais

Investidores institucionais (fundos de pensão e fundos de investimento, por exemplo) precisam dispor de um fluxo de informações bem aberto pela companhia, para atender à sua necessidade permanente de dados para basear estratégias de médio e longo prazos. Esse segmento do público tem por obrigação satisfazer as demandas criadas por seus modelos de alocação de recursos, o que significa maior volume de informações qualificadas divulgadas pela companhia. Esses acionistas detêm um elevado patrimônio e são candidatos a comprar volumes mais expressivos de ações, compartilhando algumas vezes do controle do capital.

Independente de serem acionistas controladores ou não, sua confiança é obtida e mantida com informação de qualidade e atendimento a boas práticas de governança corporativa. Nesse aspecto o programa de RI tem papel decisivo, trabalhando para detectar as demandas desses investidores e transmiti-las corretamente aos executivos e conselheiros da companhia. Cabe aos profissionais de RI, na outra ponta, corresponder à exigência de transparência e dar atendimento ágil às necessidades dos investidores institucionais.

Assim como os gestores profissionais de recursos e os analistas que operam nesse mercado — no cenário nacional ou internacional — os investidores institucionais precisam contar com canais de comunicação ágeis, fuentes, eficientes e desimpedidos, de modo integral. Atendimento telefônico e audioconferências são instrumentos fundamentais e devem ser oferecidos pela área de RI como parte de sua rotina.

Reuniões constantes entre o departamento de RI e os investidores institucionais são um caminho importante de abertura e atendimento. A equipe de RI deve estar bem informada sobre aspectos que dizem respeito a esses investidores. Isso significa cons-

tante atualização sobre as exigências regulatórias, tendências e novas demandas.

#### 6.2.4. Investidores Pessoas Físicas

Os investidores individuais são uma presença crescente e relevante no mercado de capitais brasileiro. Sua participação é essencial para ampliar a base acionária da companhia e a consistência do mercado. Eles são sensíveis a informações sobre dividendos e ao noticiário sobre a companhia em que investem. Exigem atenção especial, principalmente em momentos de turbulência no mercado acionário ou notícias adversas, quando sua fidelidade a esse tipo de aplicação é posta à prova.

Uma das funções do profissional de RI é criar e estimular as companhias a investir em canais de comunicação eficientes com esse público, que tem necessidades específicas e sabe cobrar um bom atendimento. O investidor pessoa física costuma focar seu interesse na política de distribuição de dividendos da companhia, que precisa ser bem explicada.

Os meios de comunicação clássicos são a participação em reuniões periódicas para apresentação dos resultados da companhia, encontros formatados para o varejo, divulgação de informações no site da companhia na internet, chats, boletins impressos e comunicações via e-mail. A internet assume papel primordial nesse segmento e cabe ao RI orientar a criação e manutenção de sites que “falem” com o varejo.

Reuniões desenhadas de modo especial para esse público são muito importantes, até para que a companhia possa aferir com maior grau de precisão quais são as demandas existentes.

Embora o investidor pessoa física seja bastante receptivo à comunicação por meio de sites e e-mail, ele não dispensa o contato pessoal para aumentar sua percepção de segurança em relação ao investimento feito ou aos planos de aplicação de seu dinheiro. É imprescindível, portanto, organizar e estimular reuniões que sigam um modelo específico para esse público e que demonstrem ao investidor sua importância para a companhia.

A participação do investidor individual nas reuniões com analistas é um canal produtivo de comunicação. Elas devem ter periodicidade no mínimo anual e utilizar todos os recursos técnicos disponíveis para que a informação tenha fluência adequada, detalhada e didática.

Embora a clareza e a objetividade sejam necessárias em toda a política de RI, no caso do varejo essas duas qualidades ganham ainda maior valor. São, em geral, investidores que não dispõem de outros canais de acesso ao que acontece na companhia a não ser o da área de RI e o trabalho da imprensa. Aqui, portanto, são duplamente valorizados o atendimento direto do RI aos acionistas e a comunicação impecável com os jornalistas que abastecem o público com informações.

Algumas companhias já possuem divisões especialmente dedicadas ao investidor de varejo. Entre os mecanismos mais eficazes de comunicação com esse público, quatro merecem destaque:

- ✓ O site de RI, por sua natureza, é uma ferramenta de comunicação democrática, equânime e tempestiva e deve garantir que as informações públicas estejam disponíveis e apresentadas de maneira didática e de fácil acesso;
- ✓ Os informativos periódicos que, com linguagem sintética e adequada às necessidades dos acionistas e investidores individuais, são importantes canais de fidelização e atração da base acionária. Geralmente, o investidor de varejo quer receber informações sobre política de dividendos;
- ✓ Reuniões específicas para os investidores individuais, organizadas de modo a estimular o acesso e a frequência de participação e com um roteiro didático de apresentação;
- ✓ Reuniões com analistas de mercado, bancos e instituições gestoras de investimentos ou outro tipo de organização. Elas oferecem ao investidor um panorama mais completo graças à opinião e às questões levantadas pelos analistas.

#### 6.2.5. Relacionamento Internacional

A transformação do panorama internacional nos mercados de capitais acontece em ritmo acelerado e uma das suas principais vertentes é a conscientização de empresas, acionistas, bolsas de valores, profissionais do mercado e órgãos reguladores de todo o mundo a respeito de valores como sustentabilidade, governança corporativa, transparência, responsabilidade corporativa, ética e novas práticas de gestão.

Essa onda transformadora se intensificou após os escândalos contábeis e financeiros norte-americanos do início deste século. Cada vez mais, as regulamentações em

diversos países buscam inibir a fraude e aprimorar o fluxo de informações das companhias para o mercado de investimentos, restaurando e consolidando a confiança dos mercados nas companhias.

O ambiente internacional impõe práticas saudáveis a todos os participantes de mercados de capitais relevantes, incluindo os emergentes, como o Brasil. Ele afeta direta e indiretamente as estratégias das companhias brasileiras e exige que os departamentos de RI conheçam cada vez mais a legislação internacional e o comportamento do investidor global.

O aumento do fluxo de capitais internacionais para o Brasil, assim como a presença de companhias brasileiras junto aos mercados globais, torna indispensável um relacionamento estreito e qualificado com as normas vigentes em outros países e as expectativas desses investidores em relação à divulgação de resultados das companhias brasileiras nas quais investem.

Na área de RI, esse contato representa um desafio que deve crescer em importância. Ao atuar como porta-voz da companhia junto aos agentes do mercado internacional, o RI aprimora o relacionamento da companhia com esses investidores e analistas em diversos aspectos ligados ao desempenho e perspectivas da companhia, governança corporativa, responsabilidade social e ambiental, assim como às perspectivas da economia brasileira, fatores políticos, questões jurídicas e tributárias, regulamentação local, problemas setoriais, práticas de gestão e culturais.

Além dos requisitos básicos de objetividade e clareza nas informações — com o máximo possível de transparência —, o RI deve assegurar sua completa atualização sobre tendências e demandas que possam afetar a decisão de investimentos, como medidas regulatórias internacionais (por exemplo, Lei Sarbanes-Oxley), uniformização de normas contábeis, acompanhamento dos principais índices de sustentabilidade empresarial e as tendências globais de governança.

Sua interface será com os principais bancos de investimento, corretoras, *hedge funds*, instituições depositárias, analistas e administradores de fundos de investimentos. Isso exige uma dose elevada de informação sobre tendências da economia mundial e principais expectativas em relação aos mercados emergentes. É preciso conhecer a cultura desses investidores, suas necessidades e características próprias, assim como saber administrar o relacionamento da companhia com os órgãos reguladores e a imprensa especializada internacional.

Dependerá em grande parte da qualificação profissional e da percepção dos profissionais de RI o sucesso das iniciativas das empresas brasileiras e a valorização dos ativos nacionais frente ao novo ciclo de sustentabilidade econômica, preocupações sociais e ambientais e práticas empresariais éticas.

#### *Diferenciais de atuação global na área de RI*

- ✓ Contribuir para aperfeiçoar a cooperação e troca de informações entre a companhia e os investidores e analistas dos mercados globais;
- ✓ Acompanhar e avaliar tendências e questões de natureza regulatória, financeira e operacional dos mercados, mantendo contato com entidades, consultorias, agências reguladoras e autorreguladoras de outros países e participar do debate mundial sobre os temas relevantes;
- ✓ Participar ativamente de eventos internacionais para promoção das empresas brasileiras e dos investimentos no mercado local;
- ✓ Manter programas de intercâmbio para atualização dos profissionais de RI em países que são relevantes para os negócios da companhia.

### **6.3. A Estratégia de Comunicação**

---

O acesso democrático às informações, seja para investidores individuais ou institucionais, é uma exigência legal. A CVM deixa bem claro em sua regulamentação que todos devem ser informados ao mesmo tempo, seja por meio da mídia, reuniões públicas, sites de RI, entre outras formas de comunicação com os investidores. O fundamental é que o princípio do acesso igual e simultâneo seja respeitado e todos os públicos recebam o mesmo tratamento.

Para a companhia aberta isso não deve ser apenas uma exigência da regulamentação ou uma “grande evolução”, mas precisa ser compreendido como uma decorrência normal da rotina no mercado. Entretanto, embora os recursos tecnológicos permitam que as informações sejam divulgadas em tempo real para todos, é preciso levar

em conta as diferentes demandas dos públicos.

A mesma informação que está disponível para um investidor institucional, para um gestor profissional, um analista e outros interessados que disponham de tempo e condições teóricas e técnicas para avaliar seu impacto, pode não ter significado relevante para um investidor individual.

Cabe ao RI, nesse aspecto, organizar a oferta de material para que a informação esteja disponível de modo aberto e democrático a todos, porém oferecendo sempre uma abordagem mais atraente para cada tipo de público.

Além dos investidores, a comunicação da companhia deve ser tratada pela área de RI como um instrumento estratégico de contato com seus diversos públicos — profissionais do mercado, órgãos reguladores, bolsas de valores, academia, entidades e instituições.

O profissional de RI tem como responsabilidade assegurar que esse contato traga o máximo de transparência e transmita segurança ao mercado, cuidando também de resguardar as grandes estratégias da companhia sem prejudicar a divulgação de sua real situação. Cabe ao RI programar e conduzir os contatos com o mercado de maneira equilibrada.

### 6.3.1. Reuniões Públicas

As reuniões públicas para apresentação de informações aos analistas de mercado e aos investidores ganham cada vez mais destaque como alternativa de contato entre a companhia e o mercado. A apresentação pública da companhia pode ser organizada também por instituições financeiras ou pela própria empresa.

Ela pode ser realizada várias vezes ao ano, de acordo com os critérios estabelecidos pela área de RI, sendo que no mínimo deve ser realizada uma vez ao ano, envidando seus melhores esforços para realizar apresentações em diferentes localidades.

Mais dinâmicas e concorridas por conta da deseável dispersão de capital, das ofertas públicas de ações e da presença de um número crescente de novas empresas no mercado, essas reuniões ganham várias opções de modelagem. Um dos modelos eficazes adotados pelas sociedades tem sido a organização de visitas às suas instalações como uma atividade complementar à reunião. Esse modelo proporciona um conhecimento mais completo sobre a companhia.

Durante as reuniões públicas, os profissionais de RI devem providenciar uma apresentação detalhada, objetiva e impecável dos resultados da companhia; suas principais iniciativas nas diversas áreas; lançamentos de produtos; mudanças de estratégia; tendências setoriais; questões regulatórias e de legislação; dados sobre governança corporativa; responsabilidade social e ambiental; investimentos; política de distribuição de dividendos e demais aspectos conjunturais e institucionais que tenham contribuído para o desempenho, bem como suas perspectivas.

As reuniões públicas abrem espaço para o questionamento sobre os diversos aspectos apresentados, permitindo que analistas e investidores perguntam diretamente aos profissionais de RI e demais diretores da companhia detalhes sobre as informações divulgadas e discutam a política de dividendos da companhia, entre outros aspectos. Assim, o RI atende ao público e, ao mesmo tempo, pode levar para a companhias as dúvidas e críticas recebidas. A participação nessas reuniões é um importante fator de governança e conta pontos junto ao mercado.

O Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM), após submeter a matéria à audiência pública, aprovou o Pronunciamento de Orientação sobre o tema “Apresentações Públicas Periódicas”. De acordo com esse pronunciamento, as reuniões devem ser realizadas no âmbito de um cronograma prévio e específico determinado pelas companhias abertas, exclusivamente com o objetivo de divulgar informações periódicas, fora do contexto de uma oferta pública.

*As diretrizes do CODIM para as reuniões públicas são:*

- ✓ A companhia deve anunciar com antecedência de 30 dias, e de maneira ampla, as seguintes informações sobre suas apresentações: data, local e horário de sua realização; a qual público se destina; eventuais regras de acesso para os interessados, consignando limite numérico de participantes presenciais em função do tamanho do auditório; se haverá a transmissão pela Internet, por meio de sistema *webcast* (transmissão de vídeo via internet), informando ostensivamente o endereço eletrônico para acesso;
- ✓ No anúncio da apresentação, deverá ser previamente informada a política da companhia no que diz respeito à forma de registro de reuniões, no caso de serem gravadas, e como acessar as gravações e/ou transcrições, sem prejuízo de outras condições julgadas necessárias de serem explicitadas;
- ✓ A companhia deve realizar ao menos uma apresentação pública durante

cada exercício social, devendo empregar seus melhores esforços para realizar apresentações em diferentes localidades, sendo sempre representada pelos seus mais altos executivos e, em ao menos uma delas, ter a presença de seu principal executivo;

- ✓ Toda reunião deve contar com a presença de um representante da área de Relação com Investidores da companhia, que será o responsável pela apresentação e pelas informações nela prestadas, desde que emitidas em nome da companhia;
- ✓ A apresentação, mesmo quando direcionada a um público específico, sempre se revestirá do caráter de aberta ao público em geral e se restringirá à divulgação, explicação ou abordagem de fatos previamente comunicados aos órgãos reguladores e autorreguladores;
- ✓ Por se tratar de apresentação desenvolvida para o esclarecimento de determinado público, a reunião deverá privilegiar a forma de comunicação mais adequada aos participantes;
- ✓ A apresentação deve ter início com uma sessão expositiva. As informações precisam ser apresentadas em slides, e terminar com período para perguntas e respostas;
- ✓ Com relação à sessão de perguntas e respostas, devido ao caráter público da reunião, nenhuma pergunta relacionada, direta ou indiretamente, aos temas previamente comunicados aos órgãos reguladores e autorreguladores poderá ser filtrada, ou seja, todas devem ser respondidas. No caso de transmissão via *webcast*, a companhia deve divulgar, amplamente, e-mail para os participantes realizarem perguntas com total interatividade. Caso não haja tempo suficiente para responder a todas as perguntas recebidas durante a reunião, a companhia deve alocá-las junto com as demais perguntas e respostas no seu site;
- ✓ A companhia disponibilizará, concomitantemente, a apresentação dos slides utilizados em seu inteiro teor na sua página oficial na internet e, também, os enviará para os órgãos reguladores e autorreguladores, por meio do sistema IPE (Informações Periódicas e Eventuais) e, posteriormente, deve alocar o áudio e/ou a transcrição do evento em seu site. Caso a companhia realize outra apresentação pública com o mesmo conteúdo, não haverá necessidade de apresentar todo o evento na sua página na internet. Entretanto, deve publicar em seu site o áudio da sessão de perguntas e/ou sua respectiva transcrição;

- ✓ Caso ocorra, no decorrer de uma reunião, a divulgação de informação relevante, não pública, que possa modificar as expectativas em relação à companhia e, especialmente, influir na cotação de seus valores mobiliários ou a eles referenciados, ou na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular desses valores, o representante da área de RI deverá providenciar de imediato a divulgação da informação anteriormente mencionada aos órgãos reguladores e auto-reguladores, disseminá-la junto ao mercado e disponibilizá-la no site da companhia nos termos da Resolução CVM 44/21.

### 6.3.2. Reuniões Individuais

As reuniões individuais — também chamadas de reuniões restritas — assim como as teleconferências, são contatos indispensáveis entre a área de RI e os investidores. Esses encontros dão oportunidade de um diálogo ágil para identificar as eventuais dúvidas e esclarecê-las. Se os porta-vozes da companhia, inadvertidamente, divulgarem informação não pública, é dever do RI comunicar o fato imediatamente aos órgãos reguladores.

Nas reuniões individuais, o contato é feito sempre pessoalmente com o gestor de recursos, com o analista ou o próprio investidor. Nessas reuniões, a periodicidade e a forma de organização variam bastante, de acordo com a necessidade dos interlocutores e sua demanda por informações. Caso uma divulgação involuntária sobre fato relevante não público tenha ocorrido, no Brasil ou no exterior, durante uma reunião restrita, deve ser feita a sua divulgação “imediata, homogênea e simultânea” aos órgãos reguladores, às bolsas de valores em que os valores mobiliários da companhia sejam listados, ao mercado em geral — inclusive para as agências especializadas em comunicação financeira —, bem como no site da companhia, nos termos da Resolução CVM 44/21.

A companhia deve manter um registro dos porta-vozes autorizados e informar os interessados em obter as suas informações. Além disso, deve analisar a viabilidade do registro do teor das informações trocadas com os profissionais de investimentos e imprensa nas reuniões restritas. Os representantes da área de RI deverão estar capacitados para identificar perguntas capciosas, feitas a fim de provocar o vazamento de uma resposta relevante, e recusar a respondê-las. Todos os roteiros e eventuais materiais a serem utilizados nas reuniões restritas, tais como apresentações, *flyers*, *hand-outs* etc. devem ser revistos periodicamente pelos responsáveis da companhia

para opinarem sobre a sua validade, sugerirem eventuais alterações ou mesmo bloquearem o seu uso.

### 6.3.3. Teleconferências

As companhias têm utilizado a teleconferência, de maneira crescente, para divulgar seus resultados e fatos relevantes em reuniões públicas com investidores e profissionais.

Segundo orienta o CODIM, a teleconferência é um meio de comunicação eficiente e deve ser utilizado para dar acesso e gerar interatividade, de maneira ampla e irrestrita, entre os administradores e os públicos estratégicos da companhia. Por meio desse instrumento, é possível divulgar informações e esclarecimentos da empresa, privilegiando a tempestividade, a equidade e a transparência.

Esse tipo de comunicação pode ser feito tanto por meio de telefone (audioconferência), como pela internet (*webcast*, transmissão do áudio ao vivo, acompanhado de apresentação de slides ou de vídeo), sendo preferível a utilização simultânea dos dois meios para garantir maior disseminação e a equidade na divulgação das informações.

Pelas diretrizes do CODIM, toda teleconferência deve ser pública e a companhia deve divulgar o telefone e/ou endereço eletrônico de acesso. Ela também deve utilizar os sistemas de comunicação formais dos órgãos reguladores e autorreguladores para ampliar a divulgação da realização da teleconferência, bem como para entidades, instituições e os portais econômico-financeiros.

A teleconferência deve ser realizada, no menor prazo possível, após a divulgação de fato que possa ter impacto material, visando à disseminação das informações de forma plena, uniforme e simultânea. Entre os fatos que afetam a percepção do mercado de capitais constam, por exemplo, aquisições, incorporações, fusões, reestruturações administrativas, perdas e ganhos não esperados.

A teleconferência para o mercado brasileiro deve ser feita em português e, especificamente aquela sobre divulgação de resultados, seguindo a legislação societária brasileira. A companhia que fizer teleconferência em quaisquer outros idiomas deve disponibilizar em seu site, o mais breve possível, a transcrição completa da apresentação, incluindo a sessão de perguntas e respostas traduzida para os idiomas utilizados, dando acesso a todos os públicos que acompanharam as teleconferências.

Ainda pelas diretrizes do CODIM, devido ao caráter público da teleconferência, ne-

nhuma pergunta pode ser filtrada, ou seja, todas devem ser respondidas.

Todas as informações que possam modificar as expectativas em relação à companhia devem ser entregues à CVM e amplamente divulgadas antes de uma teleconferência. Se, eventualmente, ocorrer a divulgação de alguma informação que possa interferir materialmente nas expectativas dos investidores durante a teleconferência, esta deve ser informada imediatamente aos órgãos reguladores e autorreguladores e disseminada ao mercado, bem como ser disponibilizada no site da companhia.

A política de arquivamento de teleconferência deve ser divulgada no site da companhia, devendo constar o período e formas de arquivamento do áudio, da apresentação, da transcrição da exposição e da sessão de perguntas e respostas. A teleconferência deve também ser utilizada em reuniões públicas com investidores e profissionais de investimentos, com transmissão ao vivo e com total interatividade para perguntas e respostas.

#### 6.3.4. A Internet como ferramenta de divulgação

Os diversos mecanismos de comunicação com o público por meio da internet garantem à companhia um meio rápido, eficiente, eficaz e democrático de difusão de informações. A evolução constante da Tecnologia da Informação permite que os profissionais de RI avancem a cada dia nesse campo, encontrando soluções novas para atingir seus públicos.

Para as companhias emissoras de ações, é obrigatória a manutenção de uma página na internet com o histórico de todas as informações periódicas e eventuais divulgadas ao mercado.

Os sites de RI na internet têm evoluído de tal modo que chegam até a ocupar, em alguns casos específicos, o papel de site institucional da companhia. É fundamental que haja permanente atualização das informações, que devem ser acompanhadas por seu histórico completo, especialmente no caso das informações financeiras.

O uso de sites requer critérios bastante rigorosos de qualidade. O conteúdo das informações financeiras é requisito fundamental e deve ter suficiente profundidade. A versão eletrônica dos comunicados, anúncios de dividendos, relatórios e outros dados deve ser interativa, até porque não há limites de capacidade.

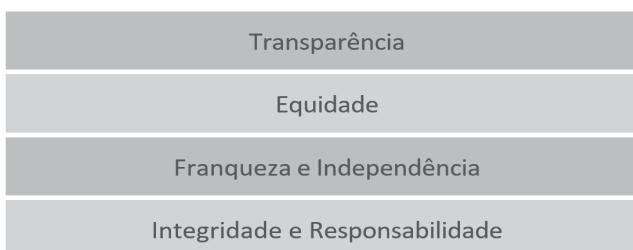
O site precisa conter informações da companhia, como relatórios anuais, demonstra-

ções financeiras trimestrais e press releases; deve trazer também informações de terceiros, como oscilações do mercado, preços de ações, opinião de analistas, informações setoriais e principais indicadores. O material deve ser organizado em menus de fácil acesso, atendendo também às necessidades dos investidores menos experientes nesse tipo de navegação. Além de manter sites em português e inglês, uma tendência importante e que já tem sido adotada por diversas companhias brasileiras, é a segmentação de acordo com o perfil do investidor, oferecendo sites diferenciados para pessoas físicas, jurídicas, analistas e investidores institucionais, entre outros.

## 6.4. Os Princípios Éticos

---

Os princípios éticos adotados pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores são:



É extremamente importante que todos analisem esses princípios e que os incorporem em suas atitudes diárias. Os princípios devem valer tanto perante o público externo quanto nas atividades cotidianas dentro da companhia, uma vez que o profissional de RI deve ser responsável por prover inteligência de mercado para a alta administração, mantendo-a informada:

- ✓ sobre o que é divulgado ao público, para que todos estejam em sintonia com a consistência, tempestividade e melhores práticas;
- ✓ sobre o que o mercado pensa da companhia em relação a cada um dos itens a seguir.

#### **6.4.1. Transparência**

A prática da transparência é indispensável para que se construa um clima de confiança no mercado de capitais. Ela é um traço bastante distintivo da cultura da companhia, quando tem o caráter de espontaneidade e continuidade. Sua matéria-prima são todas as informações — financeiras e não financeiras — relacionadas à companhia e à sua atividade, a serem divulgadas para permitir que o investidor tenha um entendimento e faça uma avaliação bem fundamentada sobre a companhia.

O profissional de RI é, em primeiro lugar, um guardião da transparência. Portanto, é seu dever conhecer em profundidade a organização à qual está vinculado, bem como o setor econômico, visando esclarecer as dúvidas de todos os agentes do mercado de capitais.

#### **6.4.2. Equidade**

A disseminação de informações deve observar, além dos requisitos de clareza, amplitude e atualidade, o princípio básico da equidade, segundo o qual nenhum usuário de informação (seja no âmbito interno da companhia, seja no mercado) possa ser beneficiado por tratamento privilegiado. Cabe ao profissional de RI assegurar-se, por todos os meios a seu alcance, de que qualquer informação seja disponibilizada ao mesmo tempo a todos os públicos interessados.

#### **6.4.3. Franqueza e Independência**

O profissional de RI deve zelar pela veracidade da informação que distribui, para que seja completa e confiável, sem meias-verdades ou distorções que enfatizem o lado positivo do fato ou que soneguem ou atenuem os aspectos menos favoráveis. Deve estar convicto de que a informação completa e sincera só trabalha em favor da reputação da companhia, fortalecendo a credibilidade da organização e do profissional.

Em sentido inverso, deve o RI levar para a administração da companhia todas as informações, críticas e avaliações que conseguir captar no mercado, para que sirvam de ferramenta no processo decisório. Deve ter, ademais, a independência necessária para comunicar aos demais órgãos da companhia, notadamente à Diretoria e ao Conselho de Administração, qualquer descumprimento de disposições previstas em lei, na regulamentação da CVM ou mesmo da política interna.

#### 6.4.4. Integridade e Responsabilidade

Princípio essencial a ser observado pelo RI é o respeito total pelas leis do país e pela regulamentação oriunda dos órgãos que disciplinam seu mercado de trabalho (CVM, Banco Central, Bolsa de Valores etc.). Nenhuma ação deve ser iniciada antes que a investigação sobre legalidade tenha sido respondida afirmativamente. O uso de qualquer informação, para vantagem pessoal, configura transgressão grave desse princípio.

Embora profissionalmente vinculado à organização, o RI é o maior responsável pelo seu próprio conceito profissional, o que equivale dizer que, em eventual situação de conflito — ainda que aparente — entre os interesses da organização e sua reputação profissional, deve prevalecer esta última.



---

# 7

---

## OFERTA PÚBLICA

---

## 7. Oferta Pública

A Lei 6.385/76 define como “valores mobiliários”: (i) ações, debêntures e bônus de subscrição; (ii) cupons, direitos, recebidos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no item (i); (iii) certificados de depósito de valores mobiliários; (iv) as cédulas de debêntures; (v) cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (vi) notas comerciais; (vii) contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; e (viii) outros contratos de derivativos. Adicionalmente, nos termos da Lei 6.385/76, também são considerados valores mobiliários: “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 entender o conceito de valor mobiliário, uma vez que, quando ofertados publicamente, esses títulos passam a se sujeitar à regulamentação e supervisão da CVM. Afinal, salvo algumas exceções previstas na regulamentação aplicável (conforme veremos mais adiante), para se ofertar publicamente valores mobiliários no Brasil, é necessário seguir uma série de critérios e procedimentos específicos previstos na regulamentação, que visam garantir sobretudo a adequada divulgação de informações relativas à Oferta Pública que sejam necessárias a tomada de decisão pelo investidor. Atualmente, as Ofertas Públicas são regidas por alguma das seguintes regras: (i) Resolução CVM 160/22, norma que dispõe sobre as Ofertas Públicas de qualquer tipo de valor mobiliário, salvo se expressamente indicado em contrário; (ii) Resolução CVM 8/20, norma que dispõe sobre as Ofertas Públicas de certificados de operações estruturadas (COE) e títulos de crédito de letra financeira (LF) e letra financeira garantida (LIG); e (iii) Resolução CVM 88/22, norma que dispõe sobre as Ofertas Públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizadas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo (crowdfunding).

Ainda neste capítulo serão abordados com mais detalhes os tipos e as classificações das Ofertas Públicas, que são um importante meio de financiamento das empresas, alternativo ao financiamento bancário tradicional, e com uma ampla gama de possibilidades, que, como se verá adiante, vão desde a colocação de ações, à emissão de valores mobiliários representativos de dívidas próprias dos emissores (como no caso

de debêntures e notas comerciais e notas promissórias), passando por operações de securitização, como é o caso dos certificados de recebíveis, cotas de fundos de investimento em direitos creditórios e demais valores mobiliários cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que os lastreiam

## 7.1. Motivação e Objetivos

---

Há companhias listadas na bolsa desde 1910. Por que abriram o capital? Ainda, diversas empresas se financiam por meio da emissão de debêntures, notas comerciais, notas promissórias ou mediante a antecipação de recebíveis para futura emissão de títulos de securitização, incluindo certificados de recebíveis e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Qual foi a motivação que as levou a tomar essa decisão tão importante? Quais são as vantagens do processo de financiamento por meio de mercado de capitais?

Para essas perguntas, não existe resposta única, uma vez que a realidade das empresas difere muito entre si. Muitas vezes, uma mesma companhia realiza diversas colocações de ações após a abertura de capital, tendo cada uma delas um objetivo específico. Do mesmo modo, é comum que emissores acessem o mercado de capitais por meio da emissão de títulos de dívida e/ou da securitização de recebíveis de sua titularidade ou em relação aos quais são devedores.

A seguir, listamos alguns dos benefícios que o financiamento via mercado de capitais pode trazer para as empresas e demais emissores de valores mobiliários.

### 7.1.1. Acesso a Capital

Dentre as motivações, sem dúvida a mais comum é o acesso a recursos para financiar projetos de investimento. Existem algumas maneiras para a empresa se financiar, como:

#### *Recursos gerados pelo negócio*

Essa alternativa restringe os projetos da empresa ao montante de recursos que ela é capaz de gerar, o que pode levar ao desperdício de oportunidades e à limitação das perspectivas de crescimento. É o reinvestimento dos lucros na própria sociedade.

### *Capital de terceiros*

A empresa pode também recorrer ao capital de terceiros. Além da forma mais tradicional, como empréstimos bancários, há outras opções: a emissão de títulos de renda fixa (debêntures, notas promissórias ou notas comerciais).

Embora muitas vezes seja interessante financiar-se por meio de dívida, nem sempre essa oportunidade está disponível ou pode não ser adequada às necessidades da empresa. Muitos projetos de investimento sofrem com a ausência de fontes de crédito de longo prazo, que seria o perfil mais compatível para esta finalidade.

A utilização de capital de terceiros, entretanto, quando utilizada em excesso, aumenta a vulnerabilidade da empresa aos humores da economia e a expõe a um maior nível de risco. Como consequência, o custo do financiamento é maior, podendo, em alguns casos, inviabilizar o negócio.

### *Securitização de Recebíveis*

Outra forma de financiamento das empresas por meio do mercado de capitais é a securitização de recebíveis (seja via Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, seja por meio de Certificados de Recebíveis e/ou outros valores mobiliários cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que os lastreiam).

Entre suas vantagens, destaca-se o fato de a securitização de recebíveis possibilitar que empresas cujo perfil de risco de crédito eventualmente não seja atrativo para o mercado no caso de emissões de dívida e/ou de ações, possam se financiar por meio da cessão de recebíveis de sua titularidade, uma vez que a avaliação do risco de crédito a ser realizada se dará em relação àquela carteira em específico (e seus respectivos devedores) e não à empresa em si, o que pode, em determinados casos, baratear o crédito obtido.

Existem, ainda, as operações de securitização “corporativas”, ou seja, lastreadas em dívidas das companhias, as quais também podem ser interessantes para o financiamento das empresas, uma vez que, a depender do arranjo operacional desenhado, podem possibilitar barateamento do crédito e maior atratividade por parte de potenciais investidores (como, por exemplo, no caso dos títulos isentos de imposto de renda – Certificados de Recebíveis Imobiliários e Certificados de Recebíveis do Agronegócio – que, para sua caracterização, dependem da origem ou destinação dos

recursos relativos ao lastro da operação).

### *Abertura de capital e emissão de ações*

A abertura e aumento de capital mediante a emissão de ações usualmente representa uma redução de risco e de custo de capital para a empresa. Os recursos dos sócios investidores, da mesma forma que o dinheiro que o próprio empresário colocou no empreendimento no início das atividades, não têm prazo de amortização ou resgate. Também, diferentemente de empréstimos, não exigem um rendimento pré-definido: o retorno dos investidores (na forma de dividendos, por exemplo) depende do desempenho da empresa.

Quando a companhia tem certo grau de endividamento, a abertura e aumento de capital mediante a emissão de ações pode ser uma forma de buscar um equilíbrio na estrutura de capital, balanceando o uso do crédito e do capital próprio, reduzindo o custo total do endividamento. O menor custo de capital, pode viabilizar projetos cujo retorno não seria atrativo anteriormente, abrindo um leque muito maior de oportunidades de investimento e de crescimento.

Além do financiamento de novos projetos e expansão dos negócios, a abertura e aumento de capital mediante a emissão de ações pode também ser utilizada para aquisições, que podem ser realizadas com diversos objetivos: ganhos de escala; diversificação e complementação de linhas de produto, clientes e regiões de atuação; oportunidades como concorrentes subavaliados/mal administrados; e interesse em ativos específicos utilizados por outra organização.

Entretanto, como essas aquisições podem exigir grande volume de recursos, nem sempre disponíveis, a captação de recursos através da emissão de novas ações pode ser uma alternativa de realizar a operação sem que seja necessário descapitalizar a empresa.

O primeiro procedimento para a empresa abrir o capital é entrar com o pedido de registro de emissor de valores mobiliários na CVM. Juntamente com esse pedido, as empresas podem solicitar à CVM a autorização para realizar venda de ações ao público, tecnicamente conhecida como distribuição pública de ações. Por ser a primeira colocação pública de títulos da companhia, é chamada de “Oferta Pública Inicial” ou “IPO” (do inglês, Initial Public Offering).

Além do pedido de registro de companhia aberta e de oferta pública na CVM, a empresa deve solicitar também o pedido de listagem na Bolsa de Valores ou no Mercado

de Balcão Organizado. É através deste pedido que ela vai ser autorizada pela bolsa a utilizar o ambiente de negociação e receberá o nome de pregão e o código pelo qual a ação será conhecida na bolsa.

Conforme se verá adiante, a distribuição realizada pela companhia pode ser primária (ações serão emitidas, ou “criadas”, e em seguida vendidas aos investidores), secundária (ações que já eram de algum sócio, normalmente sócios-fundadores, serão vendidas aos investidores), ou mista. A diferença básica é que, enquanto na distribuição primária o dinheiro da venda irá para o caixa da companhia, pois é ela quem está emitindo e vendendo as ações, na distribuição secundária o dinheiro vai para o acionista que está vendendo as ações, e não para a companhia. Independentemente de a distribuição ser primária ou secundária, ao fazê-la a companhia amplia seu quadro de acionistas. Os compradores das ações, ou investidores, passam a ser parceiros e proprietários de uma parte da empresa.

### 7.1.2. Liquidez Patrimonial

A realização de Ofertas Públicas e, sobretudo, a emissão de ações para distribuição junto ao público investidor após a abertura de capital, também podem proporcionar liquidez patrimonial, que nada mais é do que a possibilidade de empreendedores e/ou seus sócios transformarem, a qualquer tempo, parte das ações que possuem na empresa em dinheiro. É possível vender algumas dessas ações no ato da realização da Oferta Pública ou no futuro, negociando-as na Bolsa.

Dar alguma liquidez ao patrimônio é uma forma muito razoável de protegê-lo.

Além disso, se a empresa tiver recebido investimentos de algum fundo de venture capital ou private equity, a abertura de capital e Oferta Pública das ações pode representar a saída que esses sócios desejam. Geralmente, tais investidores atuam em empresas de capital fechado de menor porte, proporcionando-lhes estrutura, condições financeiras e, muitas vezes, apoio administrativo. Em contrapartida, só se tornam sócios de empresas em que possam ter uma posição relevante no capital e desde que vislumbrem a possibilidade de vender, com lucro, sua participação societária, de preferência por meio da abertura de capital.

Outra situação que ilustra o benefício que a liquidez patrimonial pode trazer é o momento do processo sucessório e de partilha da herança no caso de empresas de perfil mais “familiar”. Muitas empresas brasileiras já estão na segunda ou terceira geração

da família fundadora. Embora muitas vezes os fundadores, como empreendedores, tenham o sonho de viver o dia a dia da empresa, nem sempre o mesmo ocorre com os herdeiros ou, pelo menos, com todos os herdeiros. Adicione-se a esse fato a impossibilidade de todos os herdeiros permanecerem no comando.

São casos de potencial conflito que, se não forem bem administrados, poderão afetar e paralisar as atividades e projetos da empresa, ameaçando sua competitividade e até sua sobrevivência. Uma solução preventiva é, desde o início, facilitar a partilha e o processo sucessório por meio da abertura de capital e Oferta Pública de ações, proporcionando uma saída fácil para os que não desejarem permanecer na sociedade, vendendo sua parte na Bolsa..

### 7.1.3. Imagem Institucional

Uma grande vantagem da companhia de capital aberto em relação às demais é que ela tem muito mais projeção e reconhecimento de todos os públicos com os quais se relaciona. Isso acontece porque ela passa a ganhar visibilidade, ser regularmente mencionada na mídia e acompanhada pela comunidade financeira.

Apesar de ser muito difícil mensurar o valor agregado à imagem em função da abertura de capital, não são poucos os casos em que empresas listadas em bolsa melhoraram as condições de negociação com fornecedores, passaram a contar com maior exposição de suas marcas, ganharam competitividade e elevaram o comprometimento de seus funcionários, abrindo-lhes a oportunidade de também se tornarem acionistas.

Além disso, a partir da abertura de capital, a credibilidade da empresa tende a aumentar perante a sociedade como um todo, pois, para atender às necessidades de seus acionistas investidores e oferecer-lhes condições para que acompanhem seu desempenho de perto, bem como a fim de atender às regras expedidas pela CVM concernentes à divulgação de informações, a companhia terá de ser muito mais transparente e sistemática no fornecimento de informações ao mercado em geral. Pela mesma razão, a empresa pode ganhar no relacionamento com as instituições financeiras, que passam a ter maior confiança na avaliação e na concessão de crédito.

Outro efeito interessante, nesse caso associado à postura ativa e vigilante dos investidores e dos profissionais de investimentos no relacionamento com a companhia, é o ganho de eficiência que tende a ocorrer em toda a organização, à medida que a

empresa passe a se disciplinar e se organizar melhor para garantir os resultados projetados e justificar sua estratégia.

É importante frisar que não apenas o processo de abertura de capital e a realização de Ofertas Públicas de ações têm o condão de aprimorar o regime informacional das empresas. A CVM também estabelece uma série de regras de cunho informacional que devem ser observadas pelas empresas que se financiam no mercado de capitais por meio da realização de Ofertas Públicas de valores mobiliários de sua emissão (como títulos de dívida) e/ou por meio de operações de securitização que são objeto de Oferta Pública. Tais regras devem ser observadas tanto para a realização das Ofertas Públicas quanto para a autorização para negociação em mercado secundário dos valores mobiliários ofertados.

#### 7.1.4. Reestruturação de passivos

Algumas empresas, para garantir sua sobrevivência e, eventualmente, recolocar-se na rota de crescimento, são motivadas a pensar na abertura de capital e emissão de novas ações, títulos de dívida e/ou desconto de recebíveis por meio de estruturas de securitização em função da necessidade de reestruturar seus passivos.

Embora esta seja uma razão forte e legítima, nem sempre os investidores aceitam confortavelmente participar de uma operação de reestruturação financeira, em particular no caso de uma empresa nova que ainda não apresente histórico no mercado de capitais.

Para fazer a captação de recursos com esse objetivo, a companhia deve justificá-la muito bem para o mercado, explicando seus planos e a mudança na estrutura de capital que o ingresso desses recursos representará.

O ideal é que a empresa mantenha sempre uma estrutura financeira equilibrada e, se tiver a abertura de capital e/ou a realização de quaisquer Ofertas Públicas como estratégia, procure fazê-las antecipando-se ao surgimento de qualquer sinal de asfixia financeira.

#### 7.1.5. Barateamento do Crédito, Inovação e Risco

Diferentemente dos tradicionais financiamentos bancários, nos quais as instituições financeiras além de atuarem como intermediárias entre poupadões e tomadores, são efetivamente parte das operações (e, portanto, “remuneradas” por meio do spread

praticados nas operações, refletivo nas taxas de juros), no financiamento via mercado de capitais, instituições financeiras e demais entidades autorizadas a atuarem como coordenadores de ofertas públicas atuam como meros intervenientes, aproximando tomadores (empresas) dos poupadores (investidores), sendo o investimento realizado diretamente por esses últimos. Potencialmente, esse fato torna o acesso ao crédito mais barato, uma vez que a desintermediação tende a reduzir o spread.

Adicionalmente, existe maior apetite para risco no financiamento por meio do mercado de capitais: justamente em função da desintermediação financeira promovida, e, consequentemente, pela tendência à maior pulverização do risco (e, portanto, diminuição de sua percepção), projetos mais arriscados e com maior potencial de inovação costumam ser financiados por meio de Ofertas Públicas.

## 7.2. A Caracterização da Oferta Pública

---

Oferta Pública de distribuição, primária ou secundária, é o processo de colocação, junto ao público, de certo número de títulos e valores mobiliários para venda. Envolve desde o levantamento das intenções do mercado em relação aos valores mobiliários ofertados até a efetiva colocação junto ao público, incluindo a divulgação de informações, os períodos em que pode haver esforços de venda (“período a mercado”) e a efetiva subscrição ou aquisição dos valores mobiliários ofertados (“período de subscrição”), entre outras etapas.

Conforme visto, as Ofertas Públicas, uma vez que envolvem a captação de recursos junto ao público, são disciplinadas por lei e regulamentadas pela CVM, que tem como parte de seus objetivos primordiais proteger a poupança popular e desenvolver o mercado de capitais brasileiro, buscando permitir que todos os investidores participem da oferta em igualdade de condições, de forma a tomar suas decisões de investimento de forma consciente e devidamente embasada.

A legislação estabelece que nenhuma emissão pública de valores mobiliários poderá ser realizada sem prévio registro na CVM, apesar de lhe conceder a prerrogativa de dispensar o registro (como é o caso das Ofertas Públicas de COE, LIG e LF, nos termos da Resolução CVM 8/20 e das Ofertas Públicas realizadas por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo – as plataformas de crowdfunding –,

nos termos da Resolução CVM 88/22) ou alguns requisitos em determinados casos, os quais são devidamente discriminados pela autarquia na Resolução CVM 160/22 (as hipóteses chamadas de “safe harbour”).

Algumas situações definidas na legislação e na regulamentação aplicável e que caracterizam a oferta como pública são: (i) a utilização de listas ou boletins, folhetos, prospectos, materiais publicitários ou anúncios destinados ao público; (ii) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, página na rede de computadores, rede social ou aplicativo; (iii) a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação em massa ou eletrônicos; (iv) a procura, em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes da distribuição, por investidores para os valores mobiliários; (v) a consulta sobre a viabilidade da oferta ou coleta de intenções de investimento, dentre outras especificidades discriminadas pela Resolução CVM 160/22.

A Resolução CVM 160/22, que disciplina as Ofertas Públicas de valores mobiliários nos mercados primários ou secundários, estabelece situações de obrigatoriedade do registro, casos de dispensas de registro (safe harbour), e aspectos relacionados à divulgação de informações, ao sistema de distribuição, ao recebimento de reservas e às normas de conduta, entre outros. Por sua vez, muito embora dispenssem o registro prévio perante a CVM, a Resolução CVM 8/20 e a Resolução CVM 88/22, que tratam das Ofertas Públicas de COE, LIG e LIF e das Ofertas Públicas realizadas por meio de plataformas de crowdfunding, respectivamente, estabelecem uma série de regras, inclusive relativas ao regime informacional, que devem ser observadas pelos emissores, distribuidores e plataformas, conforme o caso.

As Ofertas Públicas são intermediadas por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, como os bancos de investimento, corretoras ou distribuidoras, demais sociedades devidamente autorizadas pela CVM a atuar como coordenadores de ofertas públicas, mediante a obtenção de registro prévio junto à autarquia, bem como, no caso da Resolução CVM 88/22, as plataformas de crowdfunding. Com exceção da plataforma de crowdfunding, essas instituições poderão se organizar em consórcios para distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão, sempre sob a organização de uma instituição líder, que assume responsabilidades específicas.

Adicionalmente, a Resolução CVM 160/22 dispõe sobre diversas outras etapas do processo de emissão pública de valores mobiliários, como a publicidade e os docu-

mentos necessários à oferta, a coleta de intenções, formação do preço, os anúncios de início e encerramento, os ritos, procedimentos e prazos para a obtenção do registro da oferta, bem como a dispensa do registro, as hipóteses de cancelamento e suspensão, a possibilidade de lote suplementar, adicional e distribuição parcial, além de casos especiais em que elas podem ocorrer.

Especificamente sobre as regras e procedimentos de registro das ofertas, a Resolução CVM 160/22 instituiu um regime único em que o registro passou a ser obrigatório a todas as ofertas públicas (com exceção daquelas classificadas como safe harbour nos termos da própria norma e daquelas realizadas nos termos da Resolução CVM 8/20 e da Resolução CVM 88/22), podendo apresentar diferenças procedimentais em virtude do público-alvo da oferta, do valor mobiliário ofertado, da natureza do emissor, da documentação disponibilizada e dos prazos de revenda dos valores mobiliários.

A CVM agrupou essas diferenças através da divisão do procedimento de registro de Ofertas Públicas em dois ritos:

- ✓ Rito de Registro Automático de Distribuição; e
- ✓ Rito de Registro Ordinário de Distribuição.

Em resumo, em um processo de registro de distribuição pública de valores mobiliários existem várias etapas indispensáveis e que devem ser cumpridas a depender do tipo de registro ao qual a oferta está sujeita, tais como:

- ✓ Pagamento da taxa de fiscalização à CVM;
- ✓ Protocolo do pedido de registro da operação na CVM;
- ✓ Declaração do registro atualizado do emissor da oferta (necessária nos casos em que algum tipo de registro perante a CVM é exigido para a realização da oferta, como no caso de companhias com registro de emissor de valores mobiliários, securitizadoras e fundos de investimento);
- ✓ Formação do consórcio de instituições que vão coordenar e distribuir a operação;
- ✓ Estabelecimento de garantia (se houver);
- ✓ Definição do conteúdo da oferta, incluindo montantes base e mínimo, caso

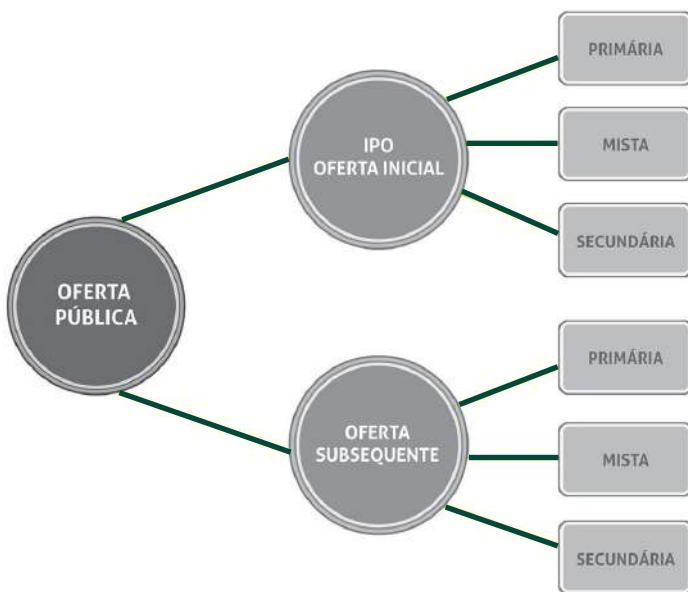
aplicável, e a existência de eventuais lotes adicional e/ou suplementar, forma de precificação e remuneração;

- ✓ Nos casos em que aplicável (notadamente ofertas que não sejam destinadas exclusivamente a investidores profissionais), distribuição do prospecto preliminar e definitivo e da lâmina da oferta (material publicitário);
- ✓ Quando aplicável, coleta, junto aos investidores, de intenções e reserva (quantidade e preço máximo);
- ✓ Quando aplicável, recebimento de reservas;
- ✓ Divulgação do cronograma da oferta, contendo, dentre eles, o período de distribuição;
- ✓ Quando aplicável, publicação do Aviso ao Mercado;
- ✓ Publicação do Anúncio de Início da Distribuição;
- ✓ Quando aplicável, divulgação do resultado da oferta, incluindo o preço e/ou taxa final do valor mobiliário ofertado; e
- ✓ Publicação do Anúncio de Encerramento da Distribuição

Em adição às regras expedidas pela CVM, os participantes do mercado, incluindo coordenadores, agentes fiduciários e securitizadoras, estão sujeitos à autorregulação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, responsável por expedir regras aplicáveis a todas as instituições que sejam aderentes aos códigos de autorregulação da ANBIMA e/ou aderentes à associação. Tais regras refletem as boas práticas de mercado, estando em linha com padrões internacionais e são fundamentais para o bom funcionamento no mercado como um todo.

## 7.3. Tipos de Oferta

As ofertas podem ser classificadas como:



### 7.3.1. Oferta Primária e Oferta Secundária

Quando o emissor vende valores mobiliários objeto de nova emissão, os recursos obtidos em função dessa oferta são destinados ao caixa da empresa e/ou do emissor, conforme o caso (são as chamadas “ofertas primárias”), podendo, inclusive, constituir um aumento de capital social no caso de ofertas primárias de ações de companhias. Neste caso, os recursos serão utilizados pelo próprio emissor de acordo com a destinação específica prevista na documentação da oferta para, por exemplo, ampliar seus negócios, criar novas unidades de negócio, mudar seu perfil de endividamento ou adquirir títulos e demais direitos creditórios que lastreiam o valor mobiliário ofertado.

Por outro lado, quando não envolvem a emissão de novos valores mobiliários, caracterizando apenas a venda de valores mobiliários já existentes — comum, por exemplo, no caso de ofertas de ações de companhias nas quais os sócios querem desinvestir ou

reduzir a sua participação no negócio —, elas são chamadas de “ofertas secundárias”. Neste caso, os recursos serão destinados aos titulares os valores mobiliários (ofertantes) que estão vendendo-os, e não ao caixa do emissor de tais valores mobiliários.

### 7.3.2. Oferta Inicial e Oferta Subsequente

Além disso, quando uma companhia ou fundo está realizando a sua primeira oferta pública de ações ou cotas, a oferta é comumente chamada de “oferta pública inicial” ou “IPO” (do inglês *“Initial Public Offering”*).

Quando a companhia ou fundo já realizou seu IPO, as emissões subsequentes de ações ou cotas, conforme o caso, são conhecidas como “ofertas subsequentes” ou, no termo em inglês, “*follow on*”.

## 7.4. Prospecto

---

*Prospecto deve ser elaborado pelo ofertante em conjunto com o coordenador líder e conter a informação necessária, suficiente, verdadeira, precisa, consistente e atual, apresentada de maneira clara e objetiva em linguagem direta e acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.*

Resolução CVM 160/22

Documento essencial em uma oferta pública, o prospecto disponibiliza informações para que o investidor entenda as propostas do emissor, a política de investimento de um fundo bem como as características de uma determinada operação de securitização, conforme o caso, e tome sua decisão de investimento. Entre outras, encontram-se no prospecto as informações sobre:

- ✓ a Oferta, incluindo seus termos e condições;
- ✓ os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhe são inerentes;
- ✓ o ofertante, caso seja diferente do emissor

- ✓ o emissor, detalhando sua situação patrimonial, econômica e financeira;
- ✓ em determinados casos, o(s) devedor(es) do lastro em operações de securitização;
- ✓ terceiros garantidores, caso haja;
- ✓ os principais riscos do negócio relacionados ao emissor, ao valor mobiliário, à oferta, aos devedores do lastro (caso aplicável) e ao terceiro garantidor, caso haja; e
- ✓ os terceiros a quem os recursos da oferta primária serão destinados.

A depender do público-alvo da oferta, a CVM confere dispensa à elaboração do prospecto em ofertas públicas: (i) cujo público-alvo composto exclusivamente por investidores profissionais; (ii) de cotas de fundos de investimento financeiro fechados destinadas exclusivamente a investidores qualificados; e (iii) nas ofertas que atendam cumulativamente os seguintes requisitos: (a) sejam destinadas exclusivamente a credores de emissores em recuperação judicial ou extrajudicial, nos termos de plano de recuperação judicial ou extrajudicial homologado em juízo; e (b) não tenham por objeto ações ou certificados de depósito de ações.

São considerados: (i) investidores profissionais: (a) instituições financeiras e demais instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (b) companhias; seguradoras e sociedades de capitalização; (c) entidades fechadas e abertas de previdência complementar; (d) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito a sua condição de investidor profissional; (e) fundos de investimento; (f) clubes de investimentos que tenham a carteira gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM; (g) assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; (h) investidores não residentes; e (i) fundos patrimoniais; e (ii) investidores qualificados: (a) investidores profissionais; (b) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito a sua condição de investidor qualificado; (c) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a

seus recursos próprios; e (d) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Com o objetivo de padronizar os prospectos e facilitar sua análise, existe uma estrutura pré-estabelecida para o documento, que deve ser seguida pelos ofertantes tanto em relação à forma quanto ao conteúdo. Assim, há requisitos específicos discriminados pelos Anexos A, B, C, D e E da Resolução CVM 160/22, que determinam o conteúdo mínimo a ser informado nos prospectos das ofertas públicas. Em síntese, esse documento contém dois grandes grupos de informações: relativas ao emissor, ofertante ou devedor do lastro (em determinadas ofertas de títulos de securitização), cujo conteúdo poderá prover, quando aplicável, do formulário de referência, e relativas à oferta propriamente dita, sobre os valores mobiliários oferecidos e as condições da oferta.

Uma seção muito importante do prospecto e que deve ser analisada com muita atenção pelos investidores é a que trata sobre os “Fatores de Risco”. Nesta seção são explicitados os riscos relacionados ao valor mobiliário ofertado, ao emissor, ofertante e/ou devedor do lastro, quando aplicável, ao ambiente econômico de uma forma geral e à própria oferta em questão. Os fatores de risco elencados no prospecto devem ser: (i) específicos em relação ao valor mobiliário, à oferta, ao emissor, devedor do lastro e ao terceiro garantidor; e (ii) – materiais para a tomada de decisão de investimento, sendo que a materialidade dos fatores de risco deve ser avaliada pelo ofertante durante a elaboração do prospecto com base na probabilidade de ocorrência e na magnitude do impacto negativo, caso concretizado, devendo a materialidade ser expressa em uma escala quantitativa de risco e os fatores de risco serem dispostos de maneira que o fator de maior materialidade seja apresentado em primeiro lugar, seguido pelos demais em ordem decrescente.

Considera-se, portanto, que um prospecto adequado deve proporcionar ao investidor as informações necessárias para a tomada de decisão quanto ao investimento que lhe está sendo apresentado.

#### 7.4.1. Lâmina da oferta

*A lâmina da oferta deve ser elaborada pelo ofertante em conjunto com o coordenador líder em adição ao prospecto e de forma consistente com ele, servindo para sintetizar o seu conteúdo e apresentar as características essenciais da oferta, a natureza e os riscos associados ao emissor, às garantias, e aos valores mobiliários.*

Resolução CVM 160/22

Buscando facilitar o acesso e compreensão ao investidor para que ele possa comparar as ofertas em andamento de forma mais rápida, a CVM instituiu a Lâmina de oferta como um documento obrigatório às ofertas nas quais a utilização e divulgação de prospecto são obrigatórias. Em suma, esse documento sintetiza as informações essenciais da oferta e do emissor, bem como os cinco fatores de risco principais.

## 7.5. Modelos de Precificação

---

Os valores mobiliários oferecidos em uma oferta primária ou secundária têm seus preços e/ou taxas já pré-estabelecidos, de forma fixa ou, alternativamente, poderão ser resultado de um processo de formação de taxa/preço a partir da coleta de intenções de investimentos junto a potenciais investidores, que é chamado de “procedimento de bookbuilding”.

A formação de preço e/ou da taxa pelo mecanismo de bookbuilding considera a demanda apresentada pelos investidores (quantidade que cada um deseja comprar) e o preço e/ou taxas máximos por ativo que cada um está disposto a pagar.

Com o objetivo de regulamentar esse procedimento, a CVM estabeleceu, através da Resolução 160/22, a necessidade de comunicação previa, caso o ofertante tenha intenção de realizar esse procedimento de precificação. Assim que autorizado pela CVM e, desde que a coleta de intenções seja direcionada apenas a investidores profissionais (ou, no caso de ofertas registradas de debêntures não-conversíveis e não-permutáveis em ações, outros títulos representativos de dívida ou de títulos de securitização, investidores qualificados) e os critérios utilizados para a fixação do preço sejam indicados no prospecto preliminar, o ofertante poderá, após a publicação do aviso ao mercado, dar início ao procedimento de formação do preço e/ou taxa.

Além da CVM, o procedimento de bookbuilding é regulamentado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA por meio das “Regras e Procedimentos”, que regulamentam o Código de Ofertas Públicas da associação. Nele, a associação estabelece que, para a definição dos preços/taxas em ofertas de renda fixa, os ofertantes podem optar por realizar o procedimento através do rateio automático, conhecido como “leilão holandês” e cujos critérios são estabelecidos pela associação, ou, alternativamente, podem discricionariamente optar por

outra forma de realização do procedimento conforme critérios a serem estabelecidos pelos próprios coordenadores, desde que tais critérios sejam previamente divulgados nos documentos da oferta.

O bookbuilding é, portanto, o processo através do qual o preço de lançamento de uma oferta pública é determinado, levando em consideração a demanda dos investidores. Este procedimento permite que o emissor tenha uma percepção antecipada da receptividade da oferta pelo mercado, fixando, assim, um preço adequado para os valores mobiliários ofertados

## 7.6. Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)

---

A Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) é a oferta na qual um determinado proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma quantidade específica de ações, a preços e prazos determinados, respeitando determinadas condições. Atualmente, as Ofertas Públicas de Aquisição de Ações são regulamentadas pela Resolução 85/22 da CVM.

O objetivo das OPAs é oferecer a todos os acionistas, em igualdade de direitos, a possibilidade de alienar as suas ações em situações que normalmente envolvem mudanças na estrutura societária da companhia.

As OPA podem ser obrigatórias ou voluntárias. As obrigatorias são aquelas expressamente previstas na Lei 6.404/76. Diz a legislação societária brasileira que, nas hipóteses de cancelamento de registro de companhia aberta, de aumento de participação de acionista controlador que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes e de alienação de controle, a realização da OPA é obrigatória e deve seguir algumas regras.

As OPA voluntárias, por outro lado, são aquelas realizadas sem que nenhuma norma específica tenha obrigado a sua realização. Elas são realizadas unicamente por vontade do ofertante de realizar a aquisição de ações por meio de oferta pública. A própria Lei prevê a OPA por aquisição de controle acionário. Além disso, há a possibilidade de uma OPA concorrente a outra em curso, como será visto a seguir .

Independentemente de ser obrigatória ou voluntária, as OPA devem observar procedimentos estabelecidos pela CVM, como formas de liquidação financeira, interme-

diação, avaliação, instrumento de OPA, publicação, leilão, entre outros.

A OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações de mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA e deve ser realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo a todos os destinatários. O ofertante da OPA deve guardar sigilo até a sua divulgação ao mercado.

Quanto à liquidação financeira, a OPA pode ser: de compra, quando a proposta é o pagamento em moeda corrente; de permuta, quando o proponente oferece o pagamento em valores mobiliários; ou mista, na hipótese de o pagamento prometido ser parte em dinheiro e parte em valores mobiliários. Há ainda a possibilidade de uma oferta pública alternativa, em que aos destinatários é dada a escolha da forma de liquidação. Somente estão sujeitas a registro na CVM as OPA obrigatórias, em qualquer hipótese, e as voluntárias, quando envolverem permuta por valores mobiliários.

A OPA deve ser intermediada por instituição corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimentos, que se responsabiliza pelas informações prestadas ao mercado e à CVM .

No que diz respeito à avaliação da companhia para determinação do preço da OPA, sempre que a oferta for realizada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada (exceto na hipótese de OPA por alienação de controle) deverá ser elaborado laudo de avaliação da companhia objeto .

As condições gerais definidas para a OPA serão formalizadas em um documento, o Instrumento de OPA, que será firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição intermediária e deverá ser publicado sob a forma de edital, em até 10 (dez) dias após o registro na CVM. A efetivação é realizada em leilão realizado na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação .

Além dos procedimentos gerais que abrangem todos os tipos de OPA, cada uma, seja obrigatória ou voluntária, possui regras específicas, conforme detalhadas na Resolução CVM 85/22. A seguir, um breve resumo das características de cada uma delas.

### 7.6.1. OPA para Aquisição de Controle

A OPA para aquisição de controle é aquela em que um ofertante, voluntariamente,

com o intuito de adquirir o controle de companhia com capital pulverizado, realiza uma oferta para aquisição de ações no mercado .

Companhia com capital pulverizado é aquela que não possui um acionista majoritário ou grupo controlador específico. Nesse tipo de companhia, a oferta pública para aquisição do controle é uma alternativa para adquirir o controle, já que não há um único acionista majoritário com quem negociar privadamente. Além disso, representa um processo mais transparente e justo para todos os acionistas. Este tipo de OPA está previsto no artigo 257 da Lei 6.404/76 e no Capítulo VIII da Resolução CVM 85/22.

O registro na CVM apenas se faz necessário caso a OPA envolva permuta por valores mobiliários, devendo seguir os procedimentos determinados pela Resolução CVM 85/22.

### 7.6.2. OPA Concorrente

É a OPA voluntária realizada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada e que tenha por objeto as ações de OPA já apresentada para registro perante a CVM (ou por OPA não sujeita a registro) que esteja em curso. A OPA concorrente deve observar as mesmas regras da OPA com que for concorrer.

### 7.6.3. OPA para Cancelamento de Registro

O cancelamento de registro de companhia aberta, também conhecido como fechamento de capital, envolve uma decisão da assembleia de acionistas ou, o que é mais comum, uma decisão dos acionistas controladores. Assim como na abertura de capital, há uma ponderação entre vantagens e desvantagens de se manter uma empresa com capital aberto.

Entretanto, no caso de fechamento de capital, há um detalhe muito importante: os acionistas minoritários passariam a ser, involuntariamente, sócios de uma empresa de capital fechado. E qual o problema disso?

Como uma companhia fechada não pode negociar suas ações em bolsa nem em balcão organizado, os acionistas minoritários, quando quisessem vender suas ações, teriam que procurar, por conta própria, alguém interessado nas ações ou, alternativamente, oferecê-las ao próprio acionista controlador. Entretanto, como não haveria a formação de preço do mercado de bolsa, seria difícil definir o valor justo para a transação. Aproveitando-se dessa situação, o acionista controlador poderia, eventualmente, oferecer ao minoritário um valor muito abaixo do valor justo.

Como proposta de proteção a esses acionistas minoritários, a legislação societária brasileira introduziu a obrigação da realização de uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações em circulação no mercado como condição para o fechamento de capital da companhia. Assim, todos os acionistas não interessados em se manter sócios de uma sociedade de capital fechado têm a oportunidade de alienar as suas ações antes do fechamento do capital e da retirada dos papéis da companhia dos mercados organizados de bolsa ou balcão.

Acionistas minoritários: todos os acionistas titulares de ação em circulação que não estejam ligados ao acionista controlador.

#### *Princípios Gerais da OPA para cancelamento de registro*

A OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, a ser realizada pela própria companhia ou pelo seu acionista controlador, direto ou indireto, deverá observar os seguintes princípios gerais:

- ✓ Dirigir-se indistintamente a todos os acionistas minoritários, assegurando tratamento equitativo aos destinatários;
- ✓ Registro prévio na CVM e intermediação por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento;
- ✓ Laudo de avaliação da companhia e preço uniforme, salvo possibilidade de fixação de preços diversos conforme a classe e a espécie das ações objeto da OPA, desde que justificada a diferença no laudo de avaliação;
- ✓ Leilão em bolsa de valores ou em entidade de mercado de balcão organizado; e
- ✓ Deve ser imutável e irrevogável após a sua publicação, salvo expressa e prévia autorização pela CVM.

O fechamento do capital deverá ser aceito expressamente ou aprovado por mais de dois terços das ações detidas pelos acionistas que:

- ✓ Tenham expressamente concordado com o cancelamento de registro; e
- ✓ Tenham se habilitado a participar do leilão de OPA

É importante ressaltar que o cálculo dos dois terços para definir o fechamento do capital é realizado em relação apenas àquelas ações cujos proprietários tenham se habilitado no leilão da referida OPA. Aqueles que não se manifestarem para tal não serão computados na contagem do atingimento do quórum necessário, embora estejam vinculados ao resultado do procedimento e não percam nenhum direito por não terem se manifestado.

Observe-se que a opção entre aderir ou não à OPA, bem como quanto a concordar ou não com o fechamento de capital, é exclusiva do acionista minoritário, não podendo o responsável pela realização da OPA obrigá-lo em qualquer caso. Portanto, caso prefira, o acionista minoritário poderá continuar a integrar o capital social da companhia fechada. Não terá à sua disposição, porém, um mercado onde as ações de emissão da companhia são negociadas, o que pode dificultar a alienação das ações quando ele desejar se desfazer do investimento.

#### *Resgate Compulsório de Ações Remanescente*

Adicionalmente, é importante frisar que a Lei das S.A. permite que, caso remanesçam em circulação, após a realização da OPA, menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a Assembleia Geral delibere o resgate destas ações detidas por acionistas minoritários. Por força do resgate, tais minoritários receberão o mesmo valor pago na OPA por suas ações, que serão retiradas definitivamente de circulação.

#### *Determinação do Preço*

De forma a assegurar que os acionistas minoritários não sejam prejudicados, a Lei das S.A. e a regulamentação da CVM exigem que o preço a ser pago por ação no âmbito de uma OPA seja determinado por empresa especializada e com experiência neste tipo de avaliação. Busca-se, assim, garantir ao acionista minoritário um preço justo por suas ações.

Na determinação do preço, poderão ser utilizados, conjunta ou isoladamente, os critérios: patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preços de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos, cotação das ações no mercado, todos fixados pela Lei das S.A. Pode ser utilizado, ainda, outro método aceito pela CVM.

O avaliador prepara o laudo com pelo menos três referências de preço (utilizando três critérios diferentes) e informa aquele que entende ser o justo para os efeitos da

Lei 6.404/76. Normalmente o ofertante acata a sugestão do avaliador, mas ele tem a liberdade para ofertar com base em outro critério, se assim desejar.

#### *Pedido de revisão do Preço da Oferta Pública para Cancelamento*

Na hipótese de um ou mais acionistas minoritários titulares de pelo menos 10% (dez por cento) das ações em circulação não concordarem com o preço oferecido na OPA, poderão requerer a realização de assembleia, exclusiva para acionistas minoritários, a fim de deliberar sobre a realização de nova avaliação.

É importante destacar que, caso o resultado da nova avaliação seja igual ou menor do que o preço por ação utilizado na OPA, os acionistas que tiverem tomado a iniciativa ou que votaram favoravelmente a requerer a realização da Assembleia deverão arcar com os custos incorridos pela companhia referentes à nova avaliação, incluindo os custos do avaliador e da convocação e realização da assembleia.

Se o resultado da nova avaliação for melhor que o preço utilizado na OPA, este novo valor prevalecerá, facultando-se ao ofertante desistir do processo de cancelamento de registro.

#### **7.6.4. OPA por Aumento de Participação**

Em determinadas condições, caso o controlador aumente sua participação adquirindo novas ações, ele pode ser obrigado a promover uma oferta pública de aquisição das ações dos minoritários.

O objetivo da OPA por Aumento de Participação é proteger os acionistas minoritários contra a redução excessiva de liquidez das ações no mercado.

As ações detidas pelos controladores usualmente não estão disponíveis para negociação no mercado. Portanto, na prática, quando o controlador aumenta sua participação na companhia, ele retira ações de circulação. Com um menor número de ações circulando no mercado, pode haver uma redução no número de negócios realizados, prejudicando a correta precificação dos papéis da companhia no mercado e, no limite, dificultando a saída do investidor quando ele desejar se desfazer das suas ações. Considerando que isso seria um prejuízo ao minoritário, o legislador decidiu estabelecer algumas hipóteses de obrigatoriedade de realização dessa modalidade de OPA.

Primeiramente, a oferta por aumento de participação será obrigatória quando o acio-

nista controlador adquirir, por outro meio que não uma OPA, ações da companhia que representem mais de um terço do total das ações em circulação de cada espécie/classe em circulação.

O requerimento de registro da Oferta deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 dias, contados da data em que for verificado o aumento de participação do acionista controlador, enquanto que, na segunda hipótese, caberá à CVM determinar o prazo para a aludida apresentação.

O acionista controlador poderá, no entanto, adotar procedimento alternativo à realização da OPA. Para tanto, deverá solicitar à CVM autorização de dispensa de realização da Oferta por Aumento de Participação, comprometendo-se, em contrapartida, a alienar o excesso de participação no prazo de três meses, contados da aquisição das ações.

Decorrido o referido prazo e não tendo o acionista controlador alienado o excedente de ações, deverá apresentar à CVM requerimento de registro de Oferta por Aumento de Participação. Nesta modalidade de oferta pública, que deve seguir os mesmos princípios gerais da OPA para cancelamento de registro, os titulares de mais de 10% das ações em circulação no mercado podem requerer a convocação de uma assembleia especial, na qual somente os acionistas minoritários terão direito a voto, para deliberar sobre a realização de uma nova avaliação das ações de emissão da companhia.

Na hipótese da realização desta nova avaliação ser aprovada pelos acionistas minoritários e o valor dela resultante ser superior ao preço originalmente oferecido pelo acionista controlador, este somente poderá desistir da OPA caso se comprometa a adotar o procedimento alternativo anteriormente descrito, alienando as ações excedentes no mercado.

#### 7.6.5. OPA por Alienação de Controle (*Tag Along*)

Nos casos em que ficar caracterizada a alienação de controle de companhia aberta, o novo controlador tem a obrigação de realizar oferta pública para adquirir as ações pertencentes aos acionistas minoritários titulares de ações com direito a voto.

A Lei das S.A. confere aos acionistas minoritários com participação no capital votante o direito ao tag along. Além disso, os regulamentos dos segmentos diferenciados da B3 e, em alguns casos, os próprios estatutos sociais das companhias preveem situações que conferem direito ao *tag along*.

*Tag along* é o direito atribuído ao minoritário de alienar suas ações ao novo controlador por ocasião da transferência do controle de companhia aberta.

Nos termos da Resolução CVM 85/22, os destinatários da oferta pública por alienação de controle são apenas os minoritários titulares de ações com direito a voto pleno e permanente. Ou seja, os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito não têm direito de exigir que o novo controlador também adquira as ações por eles detidas.

Nada impede, porém, e muitas empresas já vêm procedendo desta forma, que seja incluído no estatuto social um dispositivo estendendo expressamente o direito ao tag along aos titulares de ações sem direito a voto. Neste caso, eles também poderiam vender as ações de sua propriedade na oferta pública por alienação de controle.

Conforme entendimento da CVM, ainda que tais acionistas tenham adquirido o direito de voto em função do não pagamento de dividendos, eles não passam a ter direito de participar da oferta pública por alienação de controle, uma vez que o direito a voto por eles adquirido não tem caráter permanente.

O preço a ser pago na oferta pública aos acionistas minoritários deve corresponder a, no mínimo, 80% do valor por ação pago aos acionistas que alienaram o bloco de controle. Essa porcentagem, entretanto, pode ser majorada por determinação estatutária, aumentando ainda mais essa proteção conferida aos acionistas minoritários.

Além disso, alguns níveis diferenciados de governança corporativa da B3 exigem que as empresas assumam compromissos adicionais no que se refere ao tag along. É o caso das empresas participantes do Novo Mercado e do Nível 2, que devem estender a todos os acionistas as mesmas condições obtidas pelos controladores na alienação do controle.



# 8

---

## BOLSA DE VALORES E MERCADOS DE BALCÃO

---

## 8. Bolsa de Valores e Mercados de Balcão

O desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários depende da solidez do mercado secundário existente, ou seja, da possibilidade de os investidores subscretores das emissões conseguirem negociar posteriormente os valores mobiliários entre si. Isso é relevante porque, por diversas razões, os investidores podem precisar se desfazer de seus investimentos antes do prazo de vencimento. Além disso, no caso das ações, os títulos sequer têm vencimento, já que as empresas não têm obrigação de resgatá-las.

Poucos investidores se interessariam em adquirir ações em uma oferta pública, se não existisse um mercado organizado em que pudessem se desfazer de seus investimentos a qualquer tempo. Evidentemente, cada investidor poderia negociar diretamente com outro, mas esse sistema seria ineficiente no que diz respeito ao encontro de propostas, à definição de preços, transparência e divulgação das informações, segurança na liquidação, entre outros. Os mercados de bolsa e balcão buscam justamente eliminar essa ineficiência.

A principal função dos mercados de bolsa e de balcão é organizar, manter, controlar e garantir ambientes ou sistemas próprios para o encontro de ofertas e a realização de negócios com formação eficiente de preços, transparência e divulgação de informações e segurança na compensação e liquidação dos negócios.

Essas funções aumentam a confiança dos investidores no mercado secundário, de maneira a fomentar o mercado primário e, portanto, as captações públicas de recursos pelas empresas, função econômica principal do mercado de capitais.

Todo esse conjunto resulta em benefícios gerados pelas bolsas de valores para a economia e a sociedade, entre os quais cabe destacar:

- ✓ Financiamento para a capitalização das empresas através da venda de títulos de dívida e de patrimônio, como debêntures e ações;
- ✓ Liquidez para investidores que queiram ou precisem negociar os títulos e valores mobiliários emitidos pelas empresas no mercado primário;
- ✓ Estímulo à aplicação de poupanças em títulos e ações, com benefícios para os diferentes setores da economia;

- ✓ Facilidade nos processos de fusões e aquisições de companhias;
- ✓ Estímulo à redução da desigualdade na distribuição de rendas da sociedade;
- ✓ Aprimoramento da governança corporativa, com significativas melhorias nos padrões de administração e eficiência das empresas;
- ✓ Abertura de oportunidades de participação no mercado de ações para pequenos e médios investidores;
- ✓ Atuação como termômetro da economia do país;
- ✓ Veículo eficaz para o financiamento das iniciativas públicas de desenvolvimento, pela capacidade de colocação de títulos públicos.

Para que os mercados de bolsa e balcão organizados cumpram eficientemente suas relevantes funções é primordial que as negociações aconteçam em ambiente confiável, transparente, bem regulado e fiscalizado, o que é garantido pela atuação estatal, responsável por regulamentar, fiscalizar, julgar e punir os agentes de mercado, bem como pela atuação dos próprios agentes privados do mercado, que atuam como auto-reguladores e complementam a atuação dos entes estatais.

### *Mercados Regulamentados*

Na legislação brasileira há três tipos previstos de mercados:

- ✓ mercado de bolsa;
- ✓ mercado de balcão organizado; e
- ✓ mercado de balcão não organizado.

Não há conceito explícito de cada um deles, os mercados organizados são diferenciados por suas características operacionais, tamanho e público atingido. Já os mercados de balcão não organizado são considerados aqueles em que as negociações efetuadas por instituições integrantes do sistema de distribuição não sejam realizadas em mercados de bolsa ou balcão organizado. Um conceito residual.

As características que configuram os mercados organizados e, por conseguinte, os mercados não organizados, são definidas na Resolução CVM 135/22.

De acordo com a Resolução, consideram-se mercados de bolsa aqueles que:

- ✓ funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários;
- ✓ ou permitem a execução de negócios tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, respeitadas as condições estabelecidas na norma.

Entendem-se como sistemas centralizados e multilaterais de negociação aqueles em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema.

Nos ambientes de bolsa, todas as informações sobre os negócios, como os preços, as quantidades e horários, entre outras, devem ser publicadas continuamente, com no máximo 15 minutos de atraso. As entidades administradoras de mercados de bolsa devem manter sistemas de controle de riscos e, especialmente, manter mecanismo de resarcimento de prejuízos, para assegurar aos investidores o resarcimento de prejuízos decorrentes de erros ou omissões das instituições intermediadoras ou seus administradores e empregados.

Nos mercados de balcão organizado, além das negociações em sistemas centralizados e multilaterais ou da participação de formador de mercado, admite-se ainda o registro das operações previamente realizadas. Nesse mercado, a negociação ou o registro das operações pode ocorrer sem a participação direta de integrante do sistema de distribuição, desde que a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado ou que seja realizada diretamente entre as partes.

Além disso, nos mercados de balcão organizado, as informações sobre os negócios, como os preços, as quantidades e os horários podem ser diferidas, não sendo obrigatória a divulgação contínua, dependendo das características do mercado.

Assim, um mercado é considerado como de bolsa ou balcão organizado conforme suas características de funcionamento, volume das operações e o público investidor atingido. Nesse aspecto, quanto maior a participação de investidores individuais mais restrita tende ser a regulamentação e mais severa a fiscalização. A julgar pelas

características operacionais e o público investidor, a CVM pode determinar a transformação de um mercado de balcão organizado em mercado de bolsa.

### *Entidades Administradoras de Mercados Organizados*

Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser estruturados, mantidos e fiscalizados por Entidades Administradoras, autorizadas pela CVM, constituídas como sociedade anônima.

A esse respeito, tradicionalmente as bolsas se organizavam sob a forma de uma associação de corretoras, detentoras de títulos patrimoniais, as únicas habilitadas a operar nos seus recintos. Com o desenvolvimento do mercado, essa forma de organização evoluiu para um modelo em que as bolsas se constituem sob a forma de sociedades por ações, com fins lucrativos, em que a habilitação para operar em seus recintos independe da posse de ações ou qualquer outro vínculo, estando vinculada apenas a quesitos estruturais, tecnológicos e formais.

Desmutualização é o nome dado ao processo de transformação das Bolsas de Valores, que passaram de associações civis sem fins lucrativos, com títulos patrimoniais detidos pelas corretoras, para sociedades com fins lucrativos, com seu capital dividido em ações.

A desmutualização trouxe o desafio das companhias que administraram os mercados de bolsa e mercado organizado também atuarem como auto-reguladoras.

Nesse sentido, a Resolução CVM 135/22 determina que, entre os órgãos necessários na estrutura de uma Entidade Administradora, deve constar um Conselho de Autorregulação, um Departamento de Autorregulação e um Diretor do Departamento de Autorregulação, que terão a competência exclusiva sobre as atividades autorreguladoras da entidade. Entre elas, a fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados que estejam sob sua responsabilidade. Além disso, a CVM estabeleceu diversas regras que garantem a autonomia das decisões dos órgãos autorreguladores.

Atualmente no Brasil, temos a B3 como principal entidade administradora de mercados de bolsa e balcão organizado. Na B3 são negociados e registrados os principais títulos e valores mobiliários de renda fixa e renda variável, Muito além das tradicionais debêntures e ações, é na B3 que ficam registrados boa parte das operações com títulos de captação bancária (CDI, LF, CDB, LCI, LCA, COE etc.), derivativos que

contribuem com a estabilidade da economia e com o planejamento das empresas, como swaps, NDF, contratos a termo e futuros, é também na B3 que são registrados, listados e negociados boa parte dos valores mobiliários resultantes da securitização, prática que propicia financiamento para empresas de todos os tamanhos e formas jurídicas. São eles os títulos emitidos pelas companhias securitizadoras (CRI ,CRA e CR) e as cotas de fundos estruturados como FIDC, FIP e FII.

## 8.1. A B3

---

### 8.1.1 Histórico

A estrutura que permeia a emissão de ações por companhias e a negociação dessas ações em bolsas de valores é muito tradicional, no mundo todo, tendo origem no século XVI, na Holanda. No Brasil as primeiras bolsas de valores foram criadas em 1851 no Rio de Janeiro – RJ e em Salvador – BA.

No estado de São Paulo a primeira bolsa foi criada em 1890 quando Emílio Rangel Pestana cria uma Bolsa Livre para operar valores financeiros na cidade de São Paulo. A iniciativa frustra-se no ano seguinte por causa dos percalços do Encilhamento<sup>1</sup>, resultando no fechamento da Bolsa. Só em 1895 a iniciativa paulista cria a Bolsa de Títulos de São Paulo, que reúne os corretores de títulos e de câmbio.

Nessas bolsas eram negociados, basicamente, títulos de dívida emitidos por governos e empresas e ações emitidas por companhias. No início dos anos 2000 a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) se consolidou como a principal bolsa do país.

Com o passar do tempo e evolução dos mercados foram surgindo novos títulos e valores mobiliários, muitas vezes frutos de inovações financeiras como os derivativos e a securitização. Com isso novas bolsas e registradoras são criadas no Brasil, para organizar os novos mercados que surgiam. É o caso da CETIP - Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados e da BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros. A primeira foi criada em 1984 para organizar o crescente mercado de títulos

---

1. Política financeira de estímulo à indústria, criada pelo Ministro Ruy Barbosa, baseada no aumento do meio circulante com a criação de bancos emissores, trocando o lastro-ouro por títulos da dívida pública, que resultou em espiral inflacionária e grande número de falências.

de renda fixa no Brasil, especialmente os de emissão bancária. Já a BM&F foi uma bolsa criada em 1986 para ser o principal ambiente de negócios com contratos de mercadorias e derivativos. Ambas logo se tornaram referência por sua excelência e abarcaram a liderança nos mercados que atuavam.

Durante muitos anos CETIP, Bovespa e BM&F foram, respectivamente, os principais mercados de balcão organizado e bolsas de valores do país, cada uma com ampla atuação e notável destaque em segmentos específicos. A CETIP era o principal destino dos produtos de renda fixa, a Bovespa a principal bolsa de ações e a BM&F a principal bolsa de mercadorias e futuros.

A contínua profissionalização e crescimento dos mercados exigia que as três empresas buscassem as melhores práticas internacionais de qualidade e governança, o que as levou a um processo de desmutualização. No final da década de 2000 as três empresas se tornaram sociedades anônimas de capital aberto e suas ações passaram a ser negociadas na Bolsa. Como consequência da sinergia e complementaridade das três companhias, nos anos seguintes aconteceram duas fusões. BM&F e Bovespa se fundiram em 2008, dando origem à BM&FBOVESPA e, em 2017, BM&FBOVESPA e CETIP se fundiram para criar a B3 – Brasil, Bolsa e Balcão, uma das maiores bolsas do mundo em valor de mercado.

A cronologia da estrutura patrimonial da Bolsa segue esta série de eventos:

ANO	EVENTO
1851	É inaugurada a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, que nasce como Junta Oficial dos Corretores de Fundos. As primeiras transações envolviam fretes de navio, seguros, apólices da dívida pública, câmbio e produtos agrícolas como algodão e café
1890	No dia 23 de agosto deste ano Emílio Rangel Pestana funda a Bolsa Livre de São Paulo, o embrião do que seria futuramente a Bovespa. Pouco mais de um ano depois, em 1891, a Bolsa fecha em decorrência da crise do Encilhamento.
1895	É inaugurada a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo. Os corretores, nomeados pelo governo, se reuniam em torno da balaustrada e as ações negociadas eram registradas em uma enorme pedra negra. Por esse motivo, esse período ficou conhecido como “idade da pedra”.

<b>1917</b>	Um grupo de agentes de negócios funda a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP) com o objetivo de organizar o mercado a termo e proteger compradores e vendedores das oscilações dos preços dos produtos agrícolas como café e algodão.
<b>1934</b>	A Bolsa de Fundos Públicos se instala no Palácio do Café, no Páteo do Colégio. No ano seguinte, passa a se chamar Bolsa Oficial de Valores de São Paulo. As ações eram negociadas na Corbeille, em ordem alfabética, e tinham um horário demarcado de início e término.
<b>1965</b>	O surgimento das sociedades corretoras. Em substituição aos corretores oficianis, cria a figura dos operadores de pregão, que desenvolvem os famosos gestuais que seriam a marca registrada das atividades em bolsa. A instituição ganha autonomia administrativa e deixa de ser subordinada à Secretaria da Fazenda. No ano seguinte recebe a denominação de Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).
<b>1984</b>	Foi criada a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) para fazer registro, liquidação e custódia de títulos pivados – principalmente aqueles negociados no chamado mercado de balcão.
<b>1986</b>	No dia 31 de janeiro deste ano foi inaugurada a Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F), responsável pela negociação de contratos derivativos como futuros de commodities, moedas, ouro e juros, entre outros.
<b>1991</b>	A BM&F se une à Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), em seguida à Bolsa Brasileira de Futuros (BBF) e muda seu nome para Bolsa de Mercadorias e futuros, mantendo a sigla BM&F.
<b>2000</b>	A Bovespa formaliza a integração com a BVRJ e demais bolsas regionais e passa a ser a única bolsa de valores do Brasil. Paralelamente, a BM&F conduz a unificação das bolsas de mercadorias e futuros brasileira.
<b>2007</b>	A Bovespa e a BM&F deixam de ser associações civis sem fins lucrativos e tornam-se companhias de capital aberto, listadas no Novo Mercado.

Mudanças organizacionais justificam esses eventos, com a Bolsa dando os seguintes passos:

- ✓ Como Bolsa Oficial de Valores, torna-se uma associação civil, sem fins lucrativos, que congrega os corretores oficiais de fundos públicos, caracterizados como profissionais autônomos ou firmas individuais, que dirigem seus negócios para a corretagem de ações e obrigações, e exclusividade na intermediação de câmbio oficial.
- ✓ Ainda nessa estrutura, em outubro de 1966, o Banco Central do Brasil cria novas regras para a formação de sociedades corretoras, em substituição aos corretores de fundos públicos, mantendo-se reguladas pela Bolsa de Valores. Com isso, a Bolsa Oficial de Valores de São Paulo passa a funcionar como Bolsa de Valores de São Paulo, sem alterar sua condição de associação civil, agora constituída por diversas sociedades corretoras, que detêm títulos patrimoniais da entidade, cuja soma equivaleu ao patrimônio da Bolsa.
- ✓ Em fins de 1976, cria-se a Comissão de Valores Mobiliários, e a normatização das atividades das Bolsas e das sociedades por ações passa ao âmbito daquela entidade.
- ✓ Em 1986, por meio do voto do Conselho Monetário Nacional nº 188, de 1984, entra em operação a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados – CETIP, com objetivo de ser a principal registradora e depositárias dos títulos de renda fixa privados.
- ✓ Em 2007, a configuração da Bolsa modifica-se por completo: deixa de ser uma associação civil e transforma-se numa companhia, e os títulos patrimoniais das corretores integralizam o capital da nova companhia. Ocorre a desmutualização<sup>2</sup>, ou transformação da associação civil integrada exclusivamente pelos membros registrados em sociedades por ações, e da abertura do capital das companhias resultantes de referida transformação para a negociação das respectivas ações em bolsa de valores. A desmutualização da Bovespa envolve duas etapas, realizadas no mesmo dia: cisão parcial da Bovespa, com a versão de parcelas de seu patrimônio em duas sociedades (Bovespa Holding e Bovespa Serviços S.A.); e incorporação das ações da Bovespa Serviços ao capital da Bovespa Holding. Desmutualizando,

---

2. Associações civis sem fins lucrativos são entidades de benefício mútuo destinadas a proporcionar bens ou serviços a um círculo restrito de associados ou sócios. Ao deixar de ser uma associação, a Bolsa promoveu a sua desmutualização e consequente transformação em sociedades por ações.

as sociedades corretoras detentoras de títulos patrimoniais da Bovespa passam a proprietárias de ações representativas do capital da Bovespa Holding.

- ✓ A desmutualização da BM&F se processa da mesma forma. Menos de um mês depois, há a cisão parcial da BM&F, com a versão das parcelas de seu patrimônio e outros direitos associativos em duas sociedades: BM&F Holding e BM&F Serviços S.A. (“Bovespa Serviços”), e incorporação das ações da BM&F Serviços ao capital da BM&F Holding.
- ✓ Finalmente, em maio de 2008, a BOVESPA e BM&F se integram, formando, então, a BM&FBOVESPA S.A.
- ✓ Com a desmutualização, uma sociedade corretora passa a poder usar os serviços da Bolsa, sem a exigência de possuir um título patrimonial.
- ✓ Em outubro de 2009 é aprovada a desmutualização da CETIP, que deixa de ser organizada como associação sem fins lucrativos para tornar-se uma sociedade por ações e com fins lucrativos. Com isso os direitos patrimoniais dos associados foram convertidos em participações acionárias. No mesmo ano a CETIP incorporou a ANDIMA SND, tornando-se a detentora única dos direitos sobre o SND - Sistema Nacional de Debêntures.
- ✓ Em 2010 a CETIP adquire a GRV Solutions e se torna a principal registradora dos gravames e contratos de licenciamento de veículos no Brasil.
- ✓ Em maio de 2016 os acionistas da BM&FBOVESPA e da CETIP aprovam o acordo para fusão das duas companhias, o que veio a ser sacramentado em março de 2017 quando a fusão foi aprovada também pelos órgãos reguladores. A partir de então a nova companhia resultante da fusão passa a se chamar B3 – Brasil, Bolsa e Balcão.

### 8.1.2. Situação atual

A B3 é uma das maiores bolsas do mundo. Sua principal função é proporcionar um ambiente transparente e líquido, adequado à realização de negócios com títulos e valores mobiliários. Somente através das corretoras, os investidores têm acesso aos sistemas de negociação para efetuarem suas transações de compra e venda desses valores.

Como principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado

de capitais, a companhia desenvolve, implanta e provê sistemas para a negociação de ações, derivativos de ações, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, derivativos financeiros, moedas à vista e *commodities*. É também a principal registradora dos gravames e contratos de financiamento de veículos.

Por meio de suas plataformas de negociação, realiza o registro, a compensação e a liquidação de ativos e valores mobiliários transacionados e a listagem de ações e de outros ativos, bem como divulga informação de suporte ao mercado. A companhia também atua como depositária central dos ativos negociados em seus ambientes, contraparte central garantidora de boa parte das negociações realizadas em seus mercados, além de licenciar *softwares* e índices.

A Bolsa brasileira desempenha também atividades de gerenciamento de riscos das operações realizadas por meio de seus sistemas. Para tanto, possui uma estrutura de *clearing* de ações, derivativos, câmbio e ativos, que atua de forma integrada com o Banco B3, de maneira a assegurar o funcionamento eficiente de seus mercados e a consolidação adequada das operações.

Principal registradora, operadora dos mercados de balcão organizado e bolsa de títulos, valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil, a B3 ainda exerce o papel de fomentar o mercado de capitais brasileiro, além de ser responsável pelo registro de gravames e contratos de financiamento de veículos, e gerenciar investimentos sociais, com foco no desenvolvimento de comunidades que se relacionam com seu universo.

Tendo em vista sua área de atuação, a B3 está sujeita à regulação e à supervisão da CVM e do Banco Central do Brasil. Deve, ainda, autorregular seus mercados, isto é, editar normas próprias e garantir que tanto estas normas como as normas da CVM, do Banco Central e as leis federais sejam cumpridas.

A atividade de supervisão dos mercados da B3 é realizada pela BSM Supervisão de Mercados, entidade do Grupo B3 constituída especificamente para esta finalidade. A BSM é a principal entidade autorreguladora do mercado de capitais brasileiro e, conforme estabelecido pela Resolução CVM 135/22, atua em três principais frentes para preservar a integridade dos mercados da B3:

- ✓ Fiscalização das instituições participantes da B3. Esta atividade é realizada principalmente por meio de auditorias nestas instituições.
- ✓ Supervisão das operações realizadas nos mercados da B3. Todas as ofertas,

registros e negócios realizados nos mercados da B3 passam por sofisticados sistemas de supervisão e pela análise do time da BSM para identificar possíveis operações irregulares.

- ✓ Tratamento das irregularidades identificadas para evitar sua recorrência e, quando for o caso, penalizar as instituições participantes da B3 ou os profissionais envolvidos nessas irregularidades.

Além destas atividades, a BSM também tem como atribuições:

- ✓ Fiscalizar as atividades da própria B3 enquanto entidade administradora de mercado organizado; e
- ✓ Administrar o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos da B3.
- ✓ A BSM tem autonomia administrativa e orçamentária, uma equipe própria dedicada exclusivamente às atividades de autorregulação e suas atividades são acompanhadas pelo seu Conselho de Autorregulação e pela Comissão de Valores Mobiliários.

## 8.2. Ativos negociados e registrados

---

Nos mercados de bolsa e balcão organizados da B3 são negociados títulos e derivativos de renda fixa e variável, em mercados à vista ou futuro.

Derivativos são basicamente opções, contratos a termo, contratos futuro e Swap, que podem ser baseados sobre ações, commodities, moedas, taxas de juros, índices, dentre outros. Os títulos negociados à vista são os que conferem propriedade ou titularidade como ações, cotas de fundos, BDRs, debêntures, CRI, CRA, CR, títulos representativos de aplicações financeiras etc.

Há ainda muitas operações que são feitas entre particulares, no mercado de balcão, e posteriormente registradas na B3, o que confere mais segurança, transparência e praticidade para as partes envolvidas na negociação.

O registro de operações e valores mobiliários compreende desde a escrituração, o

armazenamento e a publicidade de informações sobre as negociações (respeitado o sigilo legal) e tem um claro caráter informacional de interesse público, ao centralizar informações que são importantes para os agentes de mercado, reguladores, pesquisadores e a sociedade em geral.

Os contratos registrados representam negócios dos mais diversos, vão desde títulos públicos de dívida , títulos privados como os de captação bancária, do agronegócio, do mercado imobiliário, e mesmo títulos de crédito como CRI, CRA, CR, Debêntures, LF, entre outros, dos quais o emissor pode optar por listar em mercados de bolsa ou balcão, ou apenas por registrar mas não listar para negociação.

### **8.2.1. Formas de negociação**

As negociações de ações no mercado podem ser realizadas de duas formas: à vista e a prazo. As operações à vista são aquelas em que os negócios são realizados e liquidados à vista. As operações a prazo são aquelas realizadas para liquidação em data futura. As operações a prazo podem ser realizadas em três diferentes mercados: mercado a termo, futuro e de opções, conforme características específicas de cada um deles.

#### *Mercado à Vista*

No mercado à vista, o comprador realiza o pagamento e o vendedor entrega as ações objeto da transação em D+2, ou seja, no segundo dia útil após a realização do negócio. Nesse mercado, os preços são formados em pregão em negociações realizadas no sistema eletrônico de negociação PUMA Trading System.

#### *Mercado a termo*

No mercado a termo são negociados contratos para compra ou venda de quantidade específica de um ativo ou derivativo, para liquidação em uma data futura, em prazo determinado, a um preço fixado. Geralmente, os prazos dos contratos a termo podem variar entre 16 e 999 dias corridos. Nesse mercado, os preços dependem do valor do ativo no mercado à vista e da taxa de juros pactuada para o período do contrato.

Nos negócios a termo, o sistema de compensação e liquidação da bolsa exige um depósito de garantia, que pode ser oferecido na forma de cobertura ou margem. A cobertura é o depósito, pelo vendedor a termo, do ativo objeto da operação como garantia. Margem é um valor depositado, conforme regras do sistema de compensação, que procura reduzir os riscos de liquidação da operação.

Nesse mercado, a liquidação pode ser por recurso de prazo, ou seja, no vencimento do contrato, ou antecipada, antes da data do vencimento do contrato. Somente o comprador pode liquidar a operação antecipadamente, se assim desejar, em um modelo de contrato conhecido como “à vontade do comprador”. A liquidação pode ser somente financeira, podendo ser solicitada entre V-1 até V-3, (primeiro até terceiro dia útil anterior ao vencimento do contrato), mediante venda à vista, pelo comprador, das ações compradas a termo.

### *Mercado Futuro*

Assim como no mercado a termo, no mercado futuro são negociados contratos para liquidação em data futura, a preço fixado. O preço é função do valor do ativo no mercado à vista e da taxa de juros esperada para o período. Porém, os dois mercados diferem em aspectos operacionais, especialmente no que diz respeito à garantia e à liquidação.

Também no mercado futuro, há exigência de depósito de garantia, como cobertura ou margem. Porém, os contratos sujeitam-se ao ajuste diário de perdas e ganhos. Nesse processo, todas as posições em aberto são avaliadas diariamente em relação a um preço de referência, conhecido como preço de ajuste diário. O preço de ajuste diário é calculado pelo preço médio dos negócios realizados com o papel no mercado futuro no período da tarde. Assim, a diferença, positiva ou negativa, entre os preços de ajuste diário de dois pregões consecutivos ou entre o preço de ajuste e o preço do contrato fechado no dia, será paga ou recebida pelos investidores com posição em aberto.

A liquidação dos contratos futuros é calculada pelo preço médio dos negócios realizados com o ativo objeto no mercado à vista na data de vencimento. Entretanto, o investidor que desejar pode sair de sua posição antes do vencimento, por meio de uma operação oposta envolvendo o mesmo ativo objeto e mês de vencimento. Com isso, o investidor “zera” a sua posição e não precisa aguardar pela liquidação do contrato. Assim, a data de vencimento é a última data em que os negócios podem ser encerrados por meio da realização dessa operação inversa. A liquidação de um contrato futuro pode ser financeira, ou seja, pela diferença entre o preço de liquidação e o preço de abertura da posição, ou física, em que o vendedor do contrato liquidado deve entregar fisicamente o ativo objeto do contrato ao comprador. A liquidação física é, atualmente, exceção, sendo a maior parte dos contratos liquidados apenas financeiramente.

Contratos futuros são instrumentos muito versáteis e procurados pelos investidores, que podem negociar futuros de ações, índices, moedas, taxas de juros, *commodities*,

dentre outros.

Para propiciar ainda maior versatilidade e torná-los acessíveis a mais investidores, a B3 oferece versões mini e micro de alguns contratos futuros. Por exemplo:

Os contratos futuros de índice Ibovespa e de dólar dos Estados Unidos podem ser negociado em versões padrão ou mini, o contrato futuro do índice S&P 500 pode ser negociado em versões padrão ou micro. Contratos padrão, mini ou micro diferem apenas nos lotes mínimos negociáveis ou no valor dos pontos em reais ou dólar.

### *Mercado de Opções*

No mercado de opções são negociados contratos que garantem o direito de compra ou de venda de um determinado ativo dentro de um prazo estipulado, a um valor prefixado. Esse valor prefixado é conhecido como preço de exercício ou, na sua expressão em inglês, de *strike price*. Já o valor do contrato negociado entre as partes, ou seja, o preço para fechamento do contrato, é chamado de prêmio. Então, prêmio é o preço pago pelo comprador da opção para ter o direito de comprar ou vender determinada quantidade de ativos ao preço estipulado em contrato (preço de exercício) durante um certo período de tempo (até o vencimento da opção) ou em uma data específica.

Os compradores dos contratos de opção são conhecidos como titulares da opção. Em uma opção de compra (*call*), ele adquire o direito de comprar e em uma opção de venda (*put*) ele tem o direito de vender, conforme as demais características do contrato e, para isso, pagam o prêmio. Por outro lado, os vendedores dos contratos recebem esse prêmio e assumem a obrigação de, caso o comprador exerça o seu direito, vender ou comprar o ativo nas condições previamente estipuladas.

Quando negociadas em bolsa as opções são padronizadas e têm data de vencimento estipuladas pela B3, podendo ter duração de uma semana ou de meses. . Há ainda contratos de opções não padronizadas, negociadas no mercado de balcão. Caso em que as partes definem livremente os termos do contrato e o registram na B3. Tais contratos podem ou não prever necessidade de depósito de margem de garantia e ajustes, caberá a B3 fazer cumprir o que as partes acordarem. Já os contratos padronizados, aqueles negociados na B3, demandarão garantias do lançador, conforme os padrões estabelecidos pela bolsa, que podem ser depositadas na forma de cobertura ou margem.

### 8.2.2. Câmbio

O mercado de câmbio é essencial para o país, movimenta grandes volumes de recursos e atenda às necessidades e interesses de participantes de muitos perfis. Operam nesse mercado desde o Banco Central do Brasil até um simples turista. Para atender a necessidade de todos há muitas formas de negociação e registro de operações com moedas na B3.

A B3 disponibiliza ambiente para negociação e liquidação de Dólares norte-americanos no mercado secundário. A negociação pode ser realizada no sistema eletrônico, em mercado de bolsa, através do Produto Casado de Dólar, ou no mercado de balcão.

Participam deste mercado os bancos e instituições autorizadas a operar em câmbio, e suas normas são regulamentadas pelo Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação das Operações de Câmbio.

É possível ainda negociar opções e contratos futuros de moedas, principalmente dólar. Além disso, a maioria dos contratos de swap registrados tem moedas como uma das pontas.

### 8.2.3. Renda Fixa

Há muitos títulos e valores mobiliários de renda fixa no mercado financeiro, que permitem que pessoas, empresas e governos captem empréstimos ou cedam recebíveis, levantando recursos para o desenvolvimento das suas atividades. Na B3 Alguns são registrados e outros negociados. a B3 mantém sistema de negociação, cotação e leilão , para títulos públicos e privados. Por intermédio do módulo de leilão é possível realizar colocações primárias e secundárias de quaisquer ativos, custodiados ou não na B3. Os leilões podem ser de taxa ou Preço Unitário (PU), com a quantidade de ativos definida em lotes ou por unidade, propiciando agilidade, eficiência na precificação e transparéncia.

EXEMPLOS DE PRODUTOS ADMITIDOS NA B3		
Renda Fixa	Renda Variável	Derivativos
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crédito Público           <ul style="list-style-type: none"> <li>- Títulos Públicos e Tesouro Direto</li> </ul> </li>   <li>• Crédito Privado           <ul style="list-style-type: none"> <li>- Debêntures</li> <li>- Nota Comercial</li> <li>- CDB e RDB</li> <li>- CRI, CRA e CR</li> <li>- LCI e LCA</li> <li>- LIG</li> <li>- LF</li> <li>- US Treasury Note</li> </ul> </li>   <li>• Fundos           <ul style="list-style-type: none"> <li>- ETF Renda Fixa</li> <li>- FIDC</li> <li>- FI INFRA</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mercado de Ações           <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ações</li> <li>- BDR's</li> </ul> </li>   <li>• Fundos Listados           <ul style="list-style-type: none"> <li>- ETF</li> <li>- FIP</li> <li>- FII</li> <li>- FIAGROFIA</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Futuros           <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ações</li> <li>- Taxas de juros e moedas</li> <li>- Índice Bovespa</li> <li>- Commodities</li> </ul> </li>   <li>• Termo e Swap           <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ações</li> <li>- Taxas de juros e moedas</li> <li>- Mercadorias</li> </ul> </li>   <li>• Opções           <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ações</li> <li>- Taxas de juros e moedas</li> <li>- Commodities</li> </ul> </li> </ul>

## 8.3. Funcionamento da Bolsa de Valores

### 8.3.1. As etapas da negociação

O processo que envolve a compra e a venda, tanto no mercado primário como no secundário, pode ser dividido em três fases: pré-negociação, negociação e pós-negociação.

A B3 é considerada uma bolsa vertical, pois presta serviços que abrangem todas as etapas que um negócio percorre em uma bolsa.

#### Pré-negociação (Pré-trading)

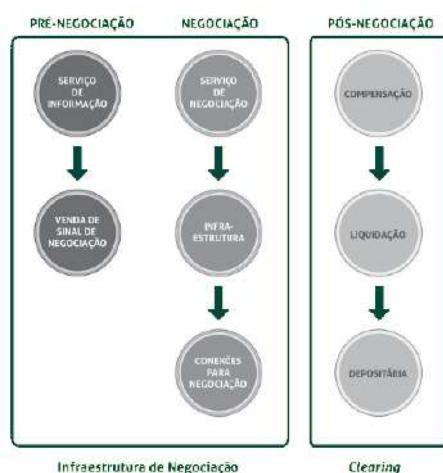
Fase que abrange a análise de risco, parametrização dos contratos e ativos que serão listados e, ainda, a prestação de informações como os sinais de cotação.

#### Negociação (Trading)

Ocorre quando os investidores, representados pelas Corretoras ou Distribuidoras, enviam ordens de compra e venda para o pregão eletrônico - sistema de negociação. Para que a efetivação desse negócio seja concluída, é necessária uma terceira fase, conhecida como pós-negociação.

#### Pós-negociação (Pós-trading)

Ocorre com as seguintes etapas da compensação, liquidação e custódia (guarda dos ativos).



Essas etapas serão mais bem detalhadas nos tópicos seguintes.

### Sistemas de negociação da B3

O sistema de negociação PUMA Trading System foi desenvolvido em parceria com o CME Group.

O sistema PUMA permite que representantes de corretoras, distribuidoras de valores e bancos de investimento que pleitearem seu cadastramento e forem aceitos possam intermediar operações na B3. Pessoas físicas e jurídicas podem também acessar diretamente os pregões, desde que devidamente cadastrados junto a um intermediador, que será responsável pelas operações dos seus clientes. Cabe ao intermediador disponibilizar plataformas de negociação aos seus clientes, como home broker, cell broker ou mesmo sistemas DMA (*Direct Market Access*) para colocar ordens automatizadas (*algorithmic trade*) e fechar negócios nos pregões.

Os usuários habilitados acessam o sistema de negociação da Bolsa para registro de ordens de compra e de venda, bem como para receber outras informações. As ordens de compra ou de venda dos clientes são exibidas seguindo critérios específicos (melhor preço e sequência cronológica de registro no sistema, nessa ordem), em tempo real, aos demais participantes conectados no sistema. Ofertas de compra e de venda são instantaneamente divulgadas ao mercado por meio do sistema de informações. Uma vez fechado o negócio, a informação sobre quantidade negociada da ação, o preço praticado e horário do evento também é veiculada no sistema.

#### 8.3.2. Compensação e Liquidação

No mercado de valores mobiliários, o processo de compra e venda envolve, além da negociação, a etapa pós-negociação de entrega dos ativos e o correspondente pagamento. Essa etapa é realizada por intermédio dos sistemas de compensação e liquidação de títulos e valores mobiliários, das Câmaras de Compensação e Liquidação, que se constituem em importante mecanismo de segurança para os investidores.

As câmaras de compensação e liquidação de títulos e valores mobiliários integram o sistema de pagamentos brasileiros — SPB — e, portanto, sujeitam-se a suas normas e regras operacionais. O SPB foi planejado de forma a garantir a entrega dos ativos e o seu correspondente pagamento, a fim de reduzir os riscos das operações e, consequentemente, garantir a segurança do sistema como um todo.

**Compensação:** cálculo das obrigações ou direitos líquidos dos participantes do sistema, de forma que apenas os resultados líquidos de suas operações em relação aos outros participantes do mercado, tanto dos ativos quanto dos valores financeiros, é que constituem de fato um direito ou obrigação contra o sistema.

**Liquidão:** processo final de extinção dos direitos ou obrigações (calculados na fase de compensação), em que a transferência dos ativos e dos recursos financeiros efetivamente ocorre.

Para viabilizar o fluxo dessas operações, os sistemas de compensação e liquidação atuam interligados a sistemas de custódia de valores mobiliários, para a liquidação dos ativos, como também a contas de liquidação no Banco Central do Brasil, para a liquidação financeira da operação.

Débitos e créditos são lançados nas contas dos bancos liquidantes no Sistema de Transferência de Reserva (STR) do Banco Central. Com o DVP, as operações são finalizadas somente se os requisitos a seguir forem atendidos: os títulos devem estar efetivamente disponíveis na posição do vendedor; e o comprador deve possuir os recursos integrais para seu pagamento. Também são realizados o processamento das transferências de recursos financeiros, garantindo segurança em transações interbancárias.

Caso um sistema de compensação e liquidação seja considerado pelo Banco Central do Brasil como sistematicamente importante, ele deverá assumir a posição de contraparte central das operações e contar com mecanismos e salvaguardas que lhes permitem assegurar a certeza da liquidação das operações nele compensadas e liquidadas.

O sistema de compensação e liquidação de ações, derivativos de ações e títulos corporativos da B3, como exemplo, é considerado sistematicamente importante e, por isso, cumpre o seu papel de contraparte central das operações, como também possui salvaguardas para o correto funcionamento do sistema.

Como contraparte central, a instituição se interpõe entre operações e contratos, tornando-se a compradora para todos os vendedores e a vendedora para todos os compradores. Como mecanismo de proteção do sistema, desenvolveu uma hierarquia de distribuição de responsabilidades e alocação de garantias, que envolve uma estrutura composta pelos investidores, corretoras, agentes de compensação e a própria câmara.

Nesse mecanismo, somente os agentes de compensação são os participantes diretos do sistema de compensação. Assim, os investidores são responsáveis pelas suas obrigações perante as corretoras, que são as responsáveis perante os agentes de compensação com que operam (caso não desempenhem também essa função), que, por fim, são responsáveis perante a Câmara.

Em cada etapa, há também exigências de garantias das operações cursadas, além de fundos de proteção. Criou-se, assim, uma estrutura moderna e confiável para a compensação e liquidação dos títulos e valores mobiliários.

Esse processo pode se dar das seguintes formas:

- ✓ **Liquidação por saldo bruto:** A liquidação das operações ocorre para cada operação por agente.
- ✓ **Liquidação por saldo líquido:** A compensação e a liquidação das operações ocorrem por saldo líquido entre os agentes.
- ✓ **Compensação e Liquidação Multilateral:** A compensação e a liquidação das operações ocorrem por saldo líquido de cada agente com a *clearing*. Este é o principal método utilizado pela B3.

## 8.4. Central Depositária

---

O serviço de depósito centralizado de valores mobiliários compreende as atividades de guarda, do controle de titularidade e de tratamento dos direitos relacionados, tais como recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição.

A instituição financeira depositária, autorizada pela CVM a prestar esse serviço, adquire a propriedade fiduciária dos valores mobiliários sob sua guarda, de forma a poder exercer determinados direitos em nome e por conta do real proprietário que os deixou depositados. Porém, elas não podem alienar os valores mobiliários depositários ou reaplicar as importâncias recebidas, salvo autorização expressa em cada caso.

Nas negociações realizadas nos mercados da B3 (à vista, derivativos, balcão organiza-

do, renda fixa privada etc), os ativos são custodiados na Central Depositária de Ativos da própria instituição.

Nesse sistema, a Central Depositária mantém uma estrutura de contas individualizadas em nome de cada investidor final, mas não estabelece uma relação direta com ele. Cada investidor deve procurar um Agente de Custódia (uma instituição financeira, geralmente a própria corretora, autorizada a prestar serviço de custódia de valores mobiliários) que abrirá uma conta em seu nome na Central Depositária.

Os serviços da Central Depositária são descritos segundo esta classificação:

CENTRAL DEPOSITÁRIA	
<b>DESMATERIALIZAÇÃO E REGISTRO ELETRÔNICO</b>	Todos os registros de propriedade dos ativos, bem como as suas movimentações, são feitos de forma escritural e eletrônica em um processo conhecido como “book entry”. Os ativos são registrados em contas individualizadas e mantidos sob a responsabilidade de uma instituição financeira escolhida pelo investidor.
<b>CODIFICAÇÃO ISIN</b>	Todos os ativos mantidos na Central Depositária de Ativos possuem codificação ISIN (padronização internacional para a codificação de títulos financeiros, que atribui a cada ativo um código único de identificação), o que permite sua perfeita identificação em qualquer parte do mundo.
<b>PROPRIEDADE FIDUCIÁRIA DE ATIVOS</b>	A Central Depositária possui a propriedade fiduciária dos ativos perante os emissores com ativos listados na B3. Esse tipo de registro nos livros dos emissores assegura que a Central Depositária não tem nenhum direito de propriedade sobre os ativos mantidos sob sua guarda.
<b>CONCILIAÇÃO DIÁRIA COM OS EMISSORES E COM OS AGENTES DE CUSTÓDIA</b>	Para assegurar a integridade dos ativos sob sua guarda, a Central Depositária de Ativos realiza uma série de processos de conciliação diária.
<b>ESTRUTURA DE CONTAS INDIVIDUALIZADAS EM NOME DOS INVESTIDORES FINAIS</b>	Este procedimento viabiliza a prestação de vários serviços, mas não implica em um relacionamento direto entre a instituição e o investidor final. O representante do investidor perante a Central Depositária é sempre o agente de custódia.

A conta do investidor na Central Depositária pode ser movimentada por vários motivos. As principais movimentações são os créditos de ativos comprados, os débitos de ativos vendidos e as provisões e créditos relativos aos direitos desses ativos (dividendos, juros sobre capital próprio, resgates, bonificações, desdobramentos, subscrições etc.). Adicionalmente, a conta pode ser movimentada por depósito, transferência e retirada de ativos. A responsabilidade pela movimentação da conta do investidor é do

Agente de Custódia do qual o investidor é cliente. Entretanto, a Central Depositária informa diretamente aos investidores finais o estoque de ativos deles mantidos sob sua responsabilidade.

A central depositária tem a obrigação de enviar informações periódicas aos investidores, como a posição consolidada de ações, as movimentações ocorridas e os eventos que afetam a posição do investidor. A Central Depositária da B3, responsável pelos serviços de depositária central do mercado de ações brasileiro, disponibiliza aos investidores a área do investidor, para consultas de informações relacionadas à sua conta.

## 8.5. Segmentos de listagem

---

O alinhamento das companhias brasileiras aos princípios e boas práticas da governança corporativa conduziu a B3 a desenvolver segmentos de listagem destinados à negociação de empresas que se comprometessem, voluntariamente, a adotar as boas práticas de governança corporativa e *disclosure* — adicionais em relação ao exigido pela legislação brasileira.

Essas regras, consolidadas em um Regulamento de Listagem da Bolsa, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio da Câmara de Arbitragem do Mercado, em alguns casos obrigatória, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada em caso de litígio.

Este novo ambiente de gestão profissional faz com que o investidor veja os segmentos de listagem diferenciados como um criador de valor na empresa, influenciando positivamente os resultados que espera obter com seu investimento.

### 8.5.1. Novo Mercado

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a proibição de emissão de ações preferenciais.

Conheça algumas regras do Novo Mercado relacionadas à estrutura de governança e direitos dos acionistas:

- ✓ O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- ✓ No caso de alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (tag along de 100%) atribuído às ações detidas pelo controlador;
- ✓ Instalação de área de Auditoria Interna, função de Compliance e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário);
- ✓ Em caso de saída da empresa do Novo Mercado, realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por valor justo, sendo que, no mínimo, 1/3 dos titulares das ações em circulação devem aceitar a OPA ou concordar com a saída do segmento;
- ✓ O conselho de administração deve contemplar, no mínimo, 2 ou 20% de conselheiros independentes, o que for maior, com mandato unificado de, no máximo, dois anos;
- ✓ A empresa se compromete a manter, no mínimo, 20% das ações em circulação (free float), ou 15%, em caso de ADTV (average daily trading volume) superior a R\$ 20 milhões;
- ✓ Estruturação e divulgação de processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria;
- ✓ Elaboração e divulgação de políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração);
- ✓ Divulgação simultânea, em inglês e português, de fatos relevantes, informações sobre proventos e press releases de resultados;
- ✓ Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos e acionistas controladores.

### 8.5.2. Níveis 1 e 2

Na adoção das normas dos segmentos de listagem, além do Novo Mercado a Bolsa criou ainda dois outros níveis diferenciados de governança corporativa, que apresentam nível crescente de obrigações: Nível 1 e Nível 2



O comparativo completo dos segmentos de listagem será visto nas próximas páginas, mas destacamos a seguir alguns dos principais pontos dos Níveis 1 e 2:

#### Nível 1:

- ✓ As empresas listadas no segmento Nível 1 devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores.
- ✓ Para isso, divulgam informações adicionais às exigidas em lei, como por exemplo, um calendário anual de eventos corporativos.
- ✓ O *free float* mínimo de 20%, podendo ser de 15% caso o volume médio de negociação diária (adtv) seja de R\$ 20.000.000 ou mais, ou seja, a empresa se compromete a manter no mínimo 20% das ações em circulação no mercado ou ter negociação diária mínima de R\$ 20.000.000.

#### Nível 2:

Neste segmento, as exigências são maiores do que no Nível 1. Além daquelas citadas anteriormente, devem ser observadas:

- ✓ O segmento de listagem Nível 2 é similar ao Novo Mercado, porém com algumas exceções. As empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago

pelas ações ordinárias do acionista controlador.

- ✓ As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas.

### 8.5.3. Bovespa Mais

Com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro, a B3 criou o Bovespa Mais. Idealizado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, esse segmento tem como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais. A estratégia de acesso gradual permite que a sua empresa se prepare de forma adequada, implementando elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado, e ao mesmo tempo a coloca na “vitrine” do mercado, aumentando sua visibilidade para os investidores.

O Bovespa Mais possibilita a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado, mas suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. As empresas listadas no Bovespa Mais tendem a atrair investidores que visualizem um potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio. As ofertas de ações podem ser destinadas a poucos investidores e eles geralmente possuem perspectivas de retorno de médio e longo prazo.

Esse segmento permite efetuar a listagem sem oferta, ou seja, você pode listar a sua empresa na B3 e tem até 7 anos para realizar o IPO. Essa possibilidade é ideal para as empresas que desejam acessar o mercado aos poucos. Você pode trabalhar na profissionalização do seu negócio visando somente a listagem e depois terá mais tempo para realizar a oferta pública de ações. Ao desvincular um momento do outro, o acesso ao mercado tende a ser mais tranquilo e o nível de preparação da sua empresa mais alto.

Empresas listadas no Bovespa Mais são isentas da taxa de análise para listagem de emissores (cobrada pela B3 para listagem de companhias) e recebem desconto regressivo na anuidade, sendo 100% no primeiro ano.

## 8.5.4. Bovespa Mais Nível 2

O segmento de listagem Bovespa Mais Nível 2 é similar ao Bovespa Mais, porém com algumas exceções. As empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas.

## 8.5.5. Comparativo dos Segmentos de Listagem

Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação ( <i>free float</i> )	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	Regra geral: 20%; Regra alternativa: 15%, (i) caso o ADTV (average daily trading volume) seja igual ou superior a R\$ 20 milhões, considerando os últimos 12 meses; ou (ii) na hipótese de ingresso no Novo Mercado, concomitantemente ao atingimento do patamar de R\$ 2 bilhões; ou (b) enquadrar-se entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões, desde que respeitado o limite de 20% do capital social. Em relação ao item 'i', a companhia poderá manter o free float em 15% do capital social por 18 meses, sendo que, ao final deste período, o ADTV deve atingir o patamar de R\$ 20 milhões, o qual deve ser consistente por 6 meses consecutivos	Regra geral: 20%; Regra alternativa: 15%, (i) caso o ADTV (average daily trading volume) seja igual ou superior a R\$ 20 milhões, considerando os últimos 12 meses; ou (ii) na hipótese de ingresso no Nível 2, concomitantemente ao atingimento do patamar de R\$ 2 bilhões; ou (a) for superior a R\$ 2 bilhões; ou (b) enquadrar-se entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões, desde que respeitado o limite de 20% do capital social. Em relação ao item 'i', a companhia poderá manter o free float em 15% do capital social por 18 meses, sendo que, ao final deste período, o ADTV deve atingir o patamar de R\$ 20 milhões, o qual deve ser consistente por 6 meses consecutivos	Regras gerais - 20%; Regra alternativa: 15%, (i) caso o ADTV (average daily trading volume) seja igual ou superior a R\$ 20 milhões, considerando os últimos 12 meses; ou (ii) na hipótese de ingresso no Nível 2, concomitantemente ao atingimento do patamar de R\$ 2 bilhões; ou (a) for superior a R\$ 2 bilhões; ou (b) enquadrar-se entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões, desde que respeitado as contrapartidas previstas no item 'i'; a companhia poderá manter o free float em 15% do capital social por 18 meses, sendo que, ao final deste período, o ADTV deve atingir o patamar de R\$ 20 milhões, o qual deve ser consistente por 6 meses consecutivos	Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária, exceto para ações destinadas a um grupo restrito de investidores, como, por exemplo, exclusivamente a investidores profissionais ou qualificados (vide Ofício 009/2017-DIE)	Esforços de dispersão acionária, aplicando-se a mesma lógica do Novo Mercado (vide Ofício 786/2017-DIE)	Esforços de dispersão acionária, aplicando-se a mesma lógica do Novo Mercado (vide Ofício 786/2017-DIE)	Não há regra específica
Vedações a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica	Não há regra específica

Vedações a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes (conforme legislação/ regulamentação), com mandato unificado de até 2 anos (vide Ofício 010/2023-DIE)	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes (conforme legislação/ regulamentação), com mandato unificado de até 2 anos (vide Ofício 010/2023-DIE)	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos (vide Ofício 010/2023-DIE)	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes (conforme legislação/ regulamentação), com mandato unificado de até 2 anos (vide Ofício 010/2023-DIE)	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes (conforme legislação/ regulamentação), com mandato unificado de até 2 anos (vide Ofício 010/2023-DIE)
Vedações à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (vide Ofício 010/2023-DIE; exceção à vedação para companhias de menor porte, não listadas na CVM, conforme Ofício 010/2023-DIE, não se aplica às companhias listadas nos segmentos especiais)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (vide Ofício 010/2023-DIE; exceção à vedação para companhias de menor porte, não listadas na CVM, conforme Ofício 010/2023-DIE, não se aplica às companhias listadas nos segmentos especiais)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (vide Ofício 010/2023-DIE; exceção à vedação para companhias de menor porte, não listadas na CVM, conforme Ofício 010/2023-DIE, não se aplica às companhias listadas nos segmentos especiais)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra específica	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo apresentação e esclarecimento da DPA disponibilizadas no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica	Não há regra específica
Demorações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Não há regra específica	Não há regra específica	Fatos relevantes, informações sobre proveitosa (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e press release de resultados	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Não há regra específica	Não há regra específica
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (pela internet, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e diretoria autorizados a gerir os negócios da sociedade; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com exceção daquela realizada no processo de consolidação.	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra

Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Não aplicável	Não aplicável
Adeção à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
Comitê de Auditoria	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estruturado ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento; composição e atribuições	Facultativo	Facultativo	Facultativo
Auditória Interna	Facultativa	Facultativa	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Compliance	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a implementação de funções de compliance, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo	Facultativo

## 8.6. Os Índices

---

Os índices são indicadores de desempenho de um conjunto de ativos ou derivativos ou seja, mostram a valorização de um determinado grupo de ativos ou derivativos ao longo do tempo. Assim, o desempenho do índice é, na realidade, uma média do desempenho dos ativos ou derivativos que o compõem, ponderadas conforme os fatores definidos na sua metodologia.

Os índices cumprem três funções principais:

- ✓ São indicadores de variação de preços do mercado;
- ✓ Servem de parâmetros para avaliação de performance de *portfolios*;

- ✓ São base para a criação de instrumentos derivativos.

Em cada mercado existem inúmeros índices, cada um com objetivos diferentes. Alguns procuram fazer uma média geral do mercado, outros de determinado setor da economia, ou ainda medir, por exemplo, o desempenho das menores empresas que estão na bolsa, de fundos imobiliários listados, de uma cesta de *commodities* etc.

As características dos índices são definidas em sua metodologia, que define, entre outros, como os ativos ou derivativos são selecionados para entrar no índice, qual o tipo de média utilizada para o cálculo, qual a ponderação de cada ativo ou derivativo para o cálculo e qual a periodicidade de atualização da carteira do índice. Os critérios de admissibilidade e de ponderação podem ser apenas quantitativos ou também qualitativos, analisando questões como práticas ESG (sigla em inglês para Ambiental, Social e Governança).

A lista a seguir apresenta alguns dos principais índices do mercado de ações brasileiro. A lista completa, a descrição detalhada e a metodologia de cálculo de cada um deles podem ser obtidas no site da B3. O Ibovespa B3, por ser o principal deles, será analisado detalhadamente.

ÍNDICES B3	
ÍNDICES AMPLOS	ÍNDICES DE SEGMENTOS E SETORIAIS
	<ul style="list-style-type: none"><li>• Índice Bovespa – Ibovespa</li><li>• Índice Brasil 50 – IBrX 50</li><li>• Índice Brasil 100 – IBrX 100</li><li>• Brasil Amplo – IBRA</li> <li>• Agronegócio – IAGRO B3</li><li>• Smart dividendos B3</li><li>• DAP 5 B3 – IDAPS</li><li>• BDRs não patrocinados – BDRX B3</li><li>• Commodities Brasil – ICB3</li><li>• Crédito de descarbonização – ICBIO B3</li><li>• Fundos Imobiliários – IFIX B3</li><li>• Fundos Imobiliários de alta liquidez – IFIX L B3</li><li>• Futuro de Ibovespa –</li><li>• DI</li><li>• Dividendos – IDIV B3</li><li>• Futuro de Boi Gordo – IFBOI B3</li><li>• Futuro de Milho – IFMILHO B3</li><li>• Mercado Imobiliário Comercial – IGMI C B3</li><li>• Mid Large Cap – MLCX B3</li><li>• Small Caps – SMILL B3</li><li>• Valor BM&amp;FBOVESPA – IVBX2 B3</li><li>• Energia Elétrica - IEE</li><li>• Industrial - INXD</li><li>• Consumo - ICON</li><li>• Imobiliário - IMOB</li><li>• Financeiro - IFNC</li><li>• Materiais Básicos - IMAT</li><li>• Utilidade Pública – UTIL</li></ul>

ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sustentabilidade Empresarial - ISE</li> <li>• Carbono Eficiente - ICO2</li> <li>• GPTW B3 – IGPTW B3</li> <li>• Diversidade – IDIVERSA B3</li> </ul>
ÍNDICES DE GOVERNANÇA	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Governança Corporativa Diferenciada - IGC</li> <li>• Tag Along Diferenciado - ITAG</li> <li>• GC Trade - IGCT</li> <li>• Novo Mercado - IGX-NM</li> </ul>
OUTROS ÍNDICES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• BDRs Não Patrocinados - BDRX</li> <li>• Fundos de Investimento Imobiliários - IFIX</li> <li>• Índice de <i>Commodities</i> Brasil – ICB</li> </ul>
ÍNDICES EM PARCERIAS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Smart Betas</li> <li>• Índice de Empresas Privadas</li> <li>• Brasil ESG</li> <li>• SmallCap Select</li> <li>• Baixa volatilidade altos dividendos</li> <li>• Beta elevado</li> <li>• Futuros</li> <li>• Renda fixa</li> </ul>

### 8.6.1. O Ibovespa

O índice Bovespa, ou Ibovespa B3, é considerado o principal índice do mercado de ações brasileiro. Mantido pela B3, tem como objetivo ser um indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.

Ele é um índice de retorno total. Portanto, procura refletir não apenas as variações no tempo nos preços dos ativos integrantes do índice, mas também o impacto que a distribuição de proveitos por parte das companhias emissoras desses ativos teria no retorno do índice.

#### *A seleção das ações para a carteira teórica do índice*

Sua composição inclui as ações de companhias listadas na B3 que atendam, cumulativamente, aos seguintes critérios:

- ✓ Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das três carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade<sup>3</sup> (IN), representem em conjunto 85% do somatório total desses indicadores;

---

3. Índice de Negociabilidade é uma média geométrica entre a participação de uma ação no número de negócios (peso de 1/3) e em volume financeiro negociado (peso de 2/3), sempre em relação ao total do mercado.

- ✓ Ter presença em pregão de 95% no período de vigência das três carteiras anteriores;
- ✓ Ter participação em termos de volume financeiro maior ou igual a 0,1% no período de vigência das três carteiras anteriores; e
- ✓ Não ser classificada como *Penny Stock*<sup>4</sup>.

Um ativo que seja objeto de oferta pública realizada durante o período de vigência das três carteiras anteriores ao rebalanceamento será elegível, mesmo sem estar listado todo o período, desde que:

- ✓ A oferta pública de distribuição de ações tenha sido realizada antes do rebalanceamento imediatamente anterior;
- ✓ Possua 95% de presença desde seu início de negociação;
- ✓ Atenda cumulativamente aos critérios 1, 3 e 4.

### A ponderação

A ponderação de cada ação é feita pelo valor de mercado de seus ativos em circulação, o chamado *free float*, na espécie pertencente à carteira, com limite de participação baseado na liquidez.

*Free float* é o percentual das ações que estão “disponíveis para negociação no mercado”, também chamadas de “ações em circulação”. Neste caso, entende-se como “disponíveis” as ações que não pertencem ao controlador, às pessoas a ele vinculadas, nem aos administradores e que não estão em tesouraria.

Se um ativo deixar de atender a dois dos critérios de inclusão citados, forem classificados como Penny Stocks, entrarem em situação especial ou ainda se enquadarem em outros critérios estabelecidos pela B3, será excluído do índice.

A cada quatro meses é feita uma reavaliação do índice, alterando-se a composição e o peso da carteira, para que a sua representatividade se mantenha ao longo do tempo.

---

4. São ações cuja cotação seja inferior a R\$ 1,00. Para detalhes sobre o enquadramento como *penny stock* para as metodologias dos índices, consulte o Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da BM&FBOVESPA.

### *Companhias em situação especial*

Ações de companhias que estejam em situação especial (recuperação judicial ou extra-judicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou qualquer outra hipótese definida pela Bolsa) não são elegíveis para compor a carteira do Ibovespa.

Caso a companhia entre em situação especial quando já estiver na carteira teórica do índice, a ação será retirada do índice ao final do primeiro dia de negociação nesta condição.



# 9

## FUNCIONAMENTO DO MERCADO

# Funcionamento do Mercado

## 9.1. Participantes do Mercado

---

### 9.1.1. Corretoras e Distribuidoras

As corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários são instituições financeiras com múltiplas funções. Suas principais atividades são a execução de ordens de compra e de venda de ativos negociados em mercados de bolsa e balcão, e a distribuição de produtos financeiros para seus clientes, mas podem também auxiliar o investidor por meio da disponibilização de informações de análise de investimentos, provenientes de seus departamentos técnicos ou de terceiros. Outra atividade que as Corretoras e Distribuidoras podem realizar é a administração de Fundos de Investimentos. Elas são remuneradas através da cobrança de taxas pelos serviços prestados.

*As corretoras e distribuidoras normalmente oferecem aos seus clientes:*

- ✓ Suporte para entender o funcionamento da Bolsa e para definição do perfil do investidor;
- ✓ Fornecimento de informativos sobre o mercado e relatórios de recomendação de, como forma de auxiliar na escolha de ações ou de outros tipos de investimentos;
- ✓ Disponibilização de ferramentas e serviços facilitadores, como o *home broker* (investimento via Internet) e ferramentas de análise gráfica
- ✓ Acesso à plataforma de negociação de títulos públicos do Tesouro Direto
- ✓ Distribuição de produtos financeiros por conta e ordem como cotas de fundos de investimentos de diversas gestoras e títulos de emissão de bancos e financeiras;
- ✓ Distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários (ações, cotas de fundos fechados e títulos de renda fixa);
- ✓ Assessoria de especialistas;

- ✓ Aviso sobre novos produtos no mercado, possibilitando a diversificação de seus investimentos;
- ✓ Informação sobre o recebimento de dividendos e outros valores que as empresas e fundos pagam aos acionistas e cotistas

### 9.1.2. Assessores de Investimento

Os assessores de investimento são pessoas físicas que atuam como prepostos dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, especialmente as corretores. Como opção, podem também exercer as suas atividades sob a forma de sociedade ou firma individual, desde que constituídas exclusivamente para esse fim.

As suas atividades são eminentemente comerciais: de prospecção e captação de clientes; de recebimento e registro de ordens; e de prestação de informações, orientações e recomendaçõesacerca dos produtos e serviços oferecidos pelas corretoras.

Eles apresentam o mercado para os investidores, explicam as principais características dos produtos, cadastram os clientes, recebem as ordens e as transmitem para os sistemas de negociação, tiram dúvidas operacionais, entre outros. Em um mercado em franca expansão como o brasileiro, o papel dos assessores é tido como fundamental para o crescimento da base de investidores no mercado de capitais, ao constituírem um importante elo entre os investidores e os produtos e serviços disponíveis.

É importante ressaltar, porém, que os assessores não possuem autorização para administrar a carteira dos investidores. Eles não podem, portanto, operar de forma autônoma em nome do cliente, sendo necessária a autorização expressa do investidor para cada uma das ordens e operações a serem executadas.

Essas vedações estão elencadas na Resolução CVM 178/2023 que regulamenta a atividade dos assessores de investimento. Nesta norma, a CVM exige que o assessor, para exercer a atividade de administração de carteiras ou de consultoria e análise de valores mobiliários, seja registrado para isso e requeira o cancelamento de seu credenciamento como assessor de investimento. Ou seja, mesmo que um assessor seja registrado na CVM como administrador de carteira, terá que optar por apenas uma dessas duas atividades. A norma proíbe também, expressamente, que os assessores utilizem senhas ou assinaturas eletrônicas de seus clientes.

Para exercer suas atividades, os assessores devem ser credenciados por entidade autorizada

pela CVM, que mantenha uma estrutura de autorregulação, adotando, entre outros, código de conduta profissional para a atividade. Para o credenciamento, essas entidades devem garantir que os assessores se enquadrem em um perfil mínimo requerido.

### 9.1.3. Administrador de Carteira

A administração de carteiras de valores mobiliários, de forma ampla, é a atividade relacionada direta ou indiretamente ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.

Essa atividade só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM. De acordo com a regulamentação da Autarquia, o registro de administrador de carteiras pode ser requerido em duas categorias: administrador fiduciário; e gestor de recursos, sendo que é possível o registro para ambas. A obtenção do registro depende da comprovação de certos requisitos dispostos na regulamentação.

O gestor de recursos de valores mobiliários é o profissional responsável pela gestão profissional de recursos, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues a ele com autorização para que compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor.

Esses profissionais se responsabilizam pela gestão dos recursos de seus clientes, e podem assumir, por exemplo, a gestão da carteira de fundos ou clubes de investimentos. Eles são responsáveis pelas decisões sobre os tipos de ativos financeiros que farão parte da carteira que administraram, e em que proporção, considerando, entre outros fatores, os riscos e as políticas de investimentos pré-definidas.

Estão sujeitos às mesmas regras e responsabilidades, os sistemas automatizados, conhecidos como robôs gestores, quando, além de recomendarem uma carteira aos clientes, forem também responsáveis por fazer os investimentos e rebalancear a carteira automaticamente. Nesse caso, devem ser registrados na CVM como administrador de carteira de valores mobiliários na categoria de gestor de recursos.

Trata-se de uma profissão em que se estabelece um vínculo de confiança entre o gestor e o investidor, uma vez que este confia àquele a gestão de seus investimentos.

A CVM disponibiliza para consulta, em seu site, relação completa dos administradores de carteira, com informações sobre a data do registro, situação do cadastro e informações de contato.

## *Transparéncia e Segurança*

Outro aspecto importante na regulamentação da atividade é a transparéncia das informações prestadas. As informações divulgadas pelo administrador de carteiras de valores mobiliários devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro. Devem estar escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

O administrador de carteira não pode assegurar ou mesmo sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor.

Para reduzir potenciais conflitos de interesse, a gestão de carteira deve estar completamente segregada das demais atividades desempenhadas pelo administrador de carteira. Para isso, procedimentos operacionais devem ser adotados, como a segregação física de instalações.

Porém, o conceito vai além. É preciso garantir a confidencialidade de informações entre áreas e pessoas, estabelecer políticas e regras para negociação de ativos em determinadas situações, entre outros.

Em essência, devem ser adotados procedimentos necessários para que se garanta a efetiva independência das decisões tomadas na gestão da carteira em relação aos demais interesses do administrador.

## *Responsabilidades do administrador*

A pessoa física ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado.

### **9.1.4. Analista de Valores Mobiliários**

Os analistas de valores mobiliários são profissionais que elaboram relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes, que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento. Tais relatórios podem ser quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores determinados. Exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico de relatório de análise, também são equiparadas aos relatórios de análise.

A análise de valores mobiliários envolve um aprofundamento técnico e o exercício da atividade, pela sua importância, é objeto de regulação pela CVM e, desde 2010, de autorregulação pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC).

O Analista, além de ser aprovado em exame de qualificação técnica, deve aderir ao código de conduta profissional da entidade que o credenciou, ter reputação ilibada, entre outros requisitos. Deve agir com probidade, boa fé e ética, evitar situações de conflito de interesses, buscando informações idôneas e fidedignas, para usar como base em suas análises e recomendações.

A atividade pode ser exercida de forma autônoma ou vinculada. O analista deve agir com integridade e ética profissional e manter independência em relação à pessoa ou instituição a que estiver vinculado.

No exercício da atividade, os analistas devem evitar expressões que indiquem ou sugiram “renda certa”, “rentabilidade fixa” ou “garantida”, ou a exposição de percentuais fixos de ganho quaisquer com operações ou ativos indicados.

As ofertas, feitas a investidores, de serviços de estratégias padronizadas por meio de sistemas automatizados ou algoritmos lógicos e matemáticos, os chamados robôs de ordens, com o objetivo de indicar oportunidades e momentos apropriados para realizar operações com valores mobiliários, também configura serviço de análise de valores mobiliários, e, portanto, também são privativas dos analistas de valores mobiliários. Mas a exigência de credenciamento não abrange aqueles que comercializam apenas sistemas automatizados que se destinam a operacionalizar a execução de decisões tomadas pelos próprios investidores. A necessidade de credenciamento é restrita aos serviços que envolvem estratégias pré-definidas onde o investidor possui pouco ou nenhum poder de parametrização.

#### 9.1.5. Consultor de Valores Mobiliários

Consultor de valores mobiliários é a pessoa física ou jurídica que presta serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente.

A atividade do consultor tem foco no cliente, na identificação de suas necessidades, interesses, objetivos, preferências e perfil de risco, de modo a oferecer um aconselhamento mais adequado e personalizado, orientando melhor os clientes sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, as classes de ativos e valores mobiliários (como ações, debêntures, fundos de investimentos entre outros) ou mesmo no que se refere aos prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários (como a seleção de gestores) e outros aspectos relacionados.

A atividade de consultoria de valores mobiliários, porém, não envolve a adoção e nem a implementação das recomendações oferecidas. É o cliente quem decide se irá efetivar as recomendações e de que forma. No entanto, o consultor, as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (corretoras, distribuidoras ou bancos) e seus clientes em comum podem estabelecer canais de comunicação e ferramentas que permitam executar as orientações e recomendações com maior agilidade e segurança.

O consultor, por trabalhar ao lado e para o cliente, precisa desempenhar as suas atividades de forma independente e fundamentada, sempre buscando evitar situações que configurem potencial conflito de interesses.

Nesse sentido, o consultor deve colocar os interesses de seus clientes acima dos seus, desempenhar suas atribuições de modo a buscar atender aos objetivos de investimento de seus clientes, levando em consideração a sua situação financeira e o seu perfil, e verificar se os produtos, serviços e operações estão adequados a esses objetivos e perfil. Deve transferir ao cliente qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de consultor de valores mobiliários, e deve cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, que deve conter as características dos serviços prestados.

Ao prestar informações a seus clientes, os consultores devem utilizar linguagem clara, objetiva, concisa, e as informações devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro.

O consultor de valores mobiliários não pode assegurar a seus clientes a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor. Não pode omitir informações sobre conflito de interesses e riscos relativos ao objeto da consultoria prestada, nem receber qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência ao prestar os seus serviços.

A consultoria de valores mobiliários só pode ser exercida por profissionais registrados na CVM, que para isso precisam atender aos critérios exigidos na regulamentação.

Está igualmente sujeita às obrigações e regras previstas para os consultores de valores mobiliários, a prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários com a utilização de sistemas automatizados ou algoritmos, também conhecidos como robôs-consultores, e não mitiga as responsabilidades do consultor em relação às orientações, recomendações e aconselhamentos realizados.

## 9.2. Sistemas para Negociação

---

A intermediação de operações com valores mobiliários em mercados regulamentados é privativa de instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição.

Portanto, os investidores não podem acessar diretamente os sistemas de negociação da B3, devendo realizar suas operações por intermédio de instituições habilitadas, como as corretoras ou as distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

A lista de todas as corretoras autorizadas a operar está no site da CVM e da B3.

### 9.2.1. Home Broker

O *home broker* é uma ferramenta de acesso aos mercados da bolsa, oferecida por quase todas as corretoras, por meio da qual os investidores podem negociar diretamente pela internet, enviando ordens de compra e venda. Pelo *home broker*, os investidores podem também verificar a execução das ordens e ter acesso às cotações dos ativos negociados.

As ofertas enviadas pelo cliente trafegam pela infraestrutura tecnológica da corretora antes de alcançarem as plataformas de negociação da bolsa. Ou seja, nas operações via *home broker* o cliente conecta o sistema da corretora, que recebe as informações e faz a conexão com os sistemas da bolsa.

Algumas corretoras oferecem pacotes, que podem incluir acesso via web, aplicativos para dispositivos móveis ou programas especiais para análises dos ativos. As ferramentas e os custos de utilização podem variar entre as instituições e até entre diferentes pacotes de tarifas oferecidos

por uma mesma corretora.

### *Principais Vantagens do Home Broker*

- ✓ Acesso às cotações dos ativos;
- ✓ Programação e envio de ordens e recebimento de confirmações de aceitação, de execução ou de cancelamento;
- ✓ Acompanhamento e realização de operações a partir de qualquer local com acesso à internet e, muitas vezes, inclusive de dispositivos móveis, oferecendo agilidade aos investidores.

### **Problemas de Conexão em Negociações via Internet**

Apesar do acompanhamento do regulador e do autorregulador do mercado, que determinam níveis mínimos de qualidade no serviço prestado, a negociação de valores mobiliários pela internet está sujeita a riscos de conexão, da mesma forma que outras operações que envolvem acesso remoto a serviços via web.

Esses problemas podem impedir a transmissão pontual de uma ordem ou, ocasionalmente, suspender totalmente o acesso ao home broker. Para minimizar os problemas causados ao investidor durante esses períodos, a corretora disponibiliza outros meios de acesso de contingência, como será visto a seguir

#### **9.2.2. Mesa de Operações**

Além do *home broker*, as instituições oferecem outras formas para envio de ordens, como a mesa de operações. Esse serviço coloca um grupo de profissionais à disposição dos clientes, para orientação e execução de ordens.

Esses profissionais executam ordens, disponibilizam informações sobre os mercados, produtos e riscos e informam sobre análises e recomendações realizadas pelos analistas. A mesa de operações pode agir sob demanda ou de forma ativa, entrando em contato com o cliente para informar sobre preços ou dar sugestões.

Além de *chat* e *email*, o acesso à mesa de operações é realizado por telefone, o que torna esse meio de acesso uma contingência para o investidor do *home broker* em caso de falha das conexões via internet.

### 9.2.3. Registro das Operações

O envio de ordens pelos clientes das corretoras é regulado pela Resolução CVM 35/2021, e só pode aconter por:

- ✓ Escrito;
- ✓ Telefone e outros sistemas de transmissão de voz; ou
- ✓ Sistemas eletrônicos de conexões automatizadas.

Além disso, o intermediário deve manter registro comprobatório de todas as ordens solicitadas pelos clientes, inclusive gravação de voz, quando realizada por telefone.

## 9.3. Tipos de Ordens

---

Quando um investidor deseja realizar a compra ou a venda de um valor mobiliário, ele o faz através do envio de uma ordem ao intermediário contratado.

Ordem é a Instrução dada por um cliente ao participante autorizado (corretora ou distribuidora de valores mobiliários) para a execução de compra ou venda de um ativo. Através dela o cliente determina que um intermediário negocie ou registre a operação em seu nome e nas condições que especificar.

### *Conheça os principais tipos de ordens*

Ordem limitada: é aquela em que ativo, quantidade e preço de execução são definidos, podendo ser executada somente a preço igual ou melhor do que o especificado pelo cliente.;

Ordem a mercado: especifica somente a quantidade e as características dos ativos ou direitos a serem comprados ou vendidos, devendo ser executada a partir do momento em que for recebida, pelo melhor preço disponível para negociação.;

Ordem *on stop*: também conhecida como “ordem *stop*”, é aquela que especifica o preço do ativo ou derivativo a partir do qual a ordem deverá ser executada, podendo especificar também um preço de disparo diferente do preço de execução.

## **Exemplos:**

Uma ordem on-stop de compra deve ser executada a partir do momento em que, no caso de alta de preço, ocorra um negócio a preço igual ou superior ao preço de disparo especificado. Somente neste momento será disparada a ordem de compra.

Uma ordem on-stop de venda deve ser executada a partir do momento em que, no caso de baixa de preço, ocorra um negócio a preço igual ou inferior ao preço de disparo especificado, o que disparará a criação da ordem de venda.

Ordem casada: é aquela constituída por uma Ordem de Venda de determinado ativo e uma ordem de compra de outro, que só pode ser efetivada se ambas as transações puderem ser executadas, podendo o comitente especificar qual das operações deseja que seja executada em primeiro lugar.

Ordem RLP: desde que expressamente aceita pelo cliente, a ordem RLP (retail liquidity provider) permite que o intermediário (corretora ou distribuidora) seja a contraparte das ordens a mercado, desde que a execução ocorra a preço igual ou melhor do que o especificado pelo cliente. A ordem RLP visa proporcionar mais liquidez aos investidores individuais.

## *Quanto ao prazo de validade das ordens*

- ✓ **Validade para o dia:** só é válida para o dia em que foi encaminhada (inclusive no after market, se o ativo estiver disponível para negociação neste período). Se não for fechada, será cancelada;
- ✓ **Validade até a data especificada (VAD):** a oferta terá validade até que seja completamente executada, cancelada, até que expire na data nela definida, até que ocorra distribuição de provento sobre o ativo ou até o vencimento do derivativo;
- ✓ **Validade até cancelar (VAC):** a oferta terá validade até que seja completamente executada, cancelada, até que ocorra distribuição de provento ou evento corporativo sobre o ativo ou até o vencimento do derivativo;;

- ✓ **Validade tudo ou nada (TON):** a oferta só tem validade no momento em que é encaminhada. Sua execução é feita integralmente ou o sistema a cancelará;
- ✓ **Validade execute ou cancele (EOC):** a oferta só tem validade no momento em que é encaminhada. Se a oferta for parcialmente fechada, o sistema executará a quantidade possível e cancelará o saldo remanescente automaticamente. Se não for possível fechar pelo menos uma parcela da quantidade, a oferta será eliminada automaticamente.

Nas negociações via *home broker*, o investidor deve verificar o tipo de ordem que poderá ser executada. Para algumas modalidades, pode ser necessário o contato direto com a mesa de operações da instituição.

## 9.4. Pregão

---

Como foi visto no capítulo sobre bolsa de valores, o pregão é o ambiente em que efetivamente ocorrem as negociações. É o espaço que permite o encontro de compradores e de vendedores que, após analisarem as ofertas de compra e venda, poderão realizar o fechamento das operações.

Por muito tempo, o pregão era realizado em um espaço físico nas instalações da bolsa, onde os corretores se encontravam pessoalmente, com cadernetas e telefones através dos quais recebiam ordens, encontravam contrapartes e registravam operações.

A partir de 2005 na Bovespa e de 2009 na BM&FBOVESPA o pregão presencial, chamado de pregão viva-voz, foi extinto, passando as negociações a serem realizadas única e exclusivamente através dos sistemas eletrônicos.

As negociações, no entanto, seguem o mesmo conceito: a bolsa oferece o ambiente de negociação eletrônico em que as ordens de compra e venda são lançadas e os negócios fechados pelo melhor preço. Além disso, existe uma grande vantagem em relação ao pregão viva-voz: a velocidade de execução das operações e, portanto, o volume de negócios que podem ser realizados por dia.

## 9.5. Túneis de negociação e limites de oscilação

---

Com objetivo de diminuir a ocorrência de erros operacionais, evitar a manipulação de preços e proporcionar uma formação de preços mais eficientes de ativos e derivativos, a B3 adota túneis de negociação.

Na prática, túneis são intervalos de preços e de quantidades que definem se uma oferta é registrada ou rejeitada, gera um negócio normal ou leva à necessidade de um leilão ou a prorrogação de um leilão que já está ocorrendo.

Com base no preço de negociação ou na quantidade a ser negociada em uma oferta, a B3 pode acionar um leilão, que terá duração inicial entre 2 minutos até uma hora, conforme o tipo de ativo ou derivativo e o parâmetro violado pela oferta.

Por exemplo, no mercado de ações o parâmetro de preço estipula que a cotação de uma ação não deve oscilar, entre um negócio e outro, mais do que 1,5%. Caso uma oferta agressora gere um negócio acima desse nível de oscilação, ao invés de confirmar a execução, o sistema da B3 iniciará um leilão de 5 minutos, para que quaisquer outros participantes do mercado possam registrar ofertas de compra ou de venda a preços melhores. Em relação à quantidade de ações, leilões serão acionados se uma oferta registrada tiver quantidade igual ou maior do que vinte vezes a média dos últimos 30 dias ou se a quantidade for igual ou superior a 2% do capital social da companhia. Casos em que os leilões poderão ter duração inicial de 15 minutos ou de uma hora.

Mesmo durante a ocorrência de um leilão, se a oscilação de preços for grande, limites de proteção serão acionados, levando à prorrogação do tempo de leilão.

Porém, se o parâmetro infringido pela oferta, seja preço ou quantidade, estiver muito diferente dos limites, a oferta será rejeitada. Ou seja, sequer irá gerar um leilão, pois não será aceita pelo sistema de negociação.

Os limites dos túneis são estabelecidos pela B3, em suas regras e parâmetros operacionais, e podem ser estáticos ou dinâmicos, conforme o tipo de ativo ou derivativo negociado.

Por fim, com objetivo de evitar oscilações muito atípicas em uma única sessão de negociação, a B3 estabelece limites máximo de oscilação de preços individuais para ativos e derivativos. O atingimento de tais níveis não gera leilões ou interrupção de negociação, apenas impede que negócios sejam fechados a preços acima ou abaixo dos limites. Como exemplo, para negociação no mercado à vista de ações, ETFs, BDRs e fundos listados, o limite de alta é de 100% e o de baixa de 50%.

## 9.6. Interrupção de Negociações (*Circuit Breaker*)

---

O mecanismo conhecido como *circuit breaker* interrompe o pregão da bolsa por um determinado período em momentos atípicos do mercado em que há excessiva volatilidade. Ele permite que as ordens de compra e de venda sejam rebalanceadas e amortecidas durante o período de suspensão da negociação. Trata-se de uma proteção à variação exacerbada dos preços em momentos atípicos do mercado.

Nesse sentido, de “oferecer um tempo para que o mercado se ajuste”, o *circuit breaker* tem objetivo semelhante aos dos túneis e limites de oscilação, com a diferença que o leilão considera ativos isolados, enquanto que no *circuit breaker* todo o pregão da bolsa é suspenso.

Por esse mecanismo, a bolsa impõe limites para a variação negativa do índice bovespa que, se atingidos, interrompem as negociações. Dependendo da força da queda do índice<sup>1</sup>, as regras de interrupção dos negócios mudam.

Se o Ibovespa cair 10%, os negócios serão interrompidos por 30 minutos. Reabertos os negócios, se a queda atingir 15%, a interrupção passa a ser de uma hora. Se, novamente após a reabertura dos negócios, a oscilação negativa chegar a 20%, a bolsa poderá suspender os negócios em todos os mercados, por prazo definido a seu critério. Nessa hipótese, a decisão deverá ser comunicada ao mercado.

Na última meia hora de funcionamento do pregão, as regras acima não serão acionadas. Caso haja interrupção dos negócios na última hora de negociação, o horário de encerramento será prorrogado em no máximo 30 minutos, para reabertura e negociação ininterrupta dos

---

1. Sempre considerada em relação ao fechamento do dia anterior.

ativos e derivativos.

## 9.7. Formador de Mercado e Retail Liquidity Provider (RLP)

---

Formador de Mercado, agente de liquidez, facilitador de liquidez e *market maker* são algumas designações atribuídas àqueles que se propõem a garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos previamente credenciados, fator que contribui para uma maior eficiência no mercado de capitais.

O papel de Formador de Mercado é regulamentado pela Resolução CVM 133/2022 e pode ser desempenhado por pessoas jurídicas, devidamente cadastradas, que, ao se credenciarem para exercer essa função, assumem a obrigação de colocar no mercado, diariamente, ofertas de compra e de venda para uma quantidade de ativos predeterminada e conhecida por todos.

Ao registrar ofertas, o Formador de Mercado proporciona um preço de referência e liquidez mínima para a negociação do ativo ou derivativo, , fatores essenciais para o estabelecimento de um preço justo.

### *Definição da Quantidade Mínima e do Spread Máximo*

A quantidade mínima de cada oferta do Formador de Mercado é estabelecida pela bolsa ou entidade de mercado de balcão organizado, em função das características do ativo ou derivativo e da dinâmica do mercado.

A oscilação nos preços das ofertas de compra e de venda do Formador de Mercado deve respeitar um intervalo máximo (denominado *spread*) calculado para cada ativo.

### *Situações Extraordinárias*

Sempre que o mercado apresentar comportamento atípico, com oscilações fora dos padrões regulares, a B3 poderá alterar os parâmetros ou liberar o Formador de Mercado de atuar naquele dia, até que o mercado reencontre um novo nível de normalidade.

### *Formador de Mercado Independente ou Contratado*

O Formador de Mercado poderá desempenhar suas funções de duas formas: autônoma ou contratado.

Quando autônomo, o Formador de Mercado não possui qualquer vínculo com a empresa emissora dos ativos nem com seus controladores ou grandes detentores de ações. Devem, portanto, desempenhar suas funções de forma autônoma.

Já o Formador de Mercado contratado, firma um contrato com a empresa emissora dos ativos que representa, com um grupo controlador ou com qualquer detentor dos ativos. Por esse contrato, o Formador de Mercado poderá ser remunerado.

### *Abrangência e Competitividade*

Cada Formador de Mercado poderá se credenciar para atuar em mais de um ativo ou derivativo. Deverá, entretanto, solicitar à bolsa credenciamento específico para cada ativo em que desejar atuar.

Cada contratante poderá contratar somente um formador de mercado para cada ativo. Para ativos negociados no mercado de renda fixa, a bolsa poderá autorizar a presença de mais de um formador de mercado para o mesmo ativo. Já para contratos derivativos, a bolsa estabelece o limite máximo de formadores, e demais condições.

### *Regras de Negociação*

As ofertas do Formador de Mercado competem em condições de igualdade com as demais ofertas do mercado, obedecendo aos critérios de melhor preço e ordem cronológica de registro para o fechamento dos negócios. A bolsa, como forma de incentivar a atividade, poderá conceder vantagens de custo.

O Formador de Mercado desempenhará suas atividades dentro de princípios éticos e da mais elevada probidade. Nesse sentido, visando manter o mercado sempre justo e ordenado, foram estabelecidas vedações à sua atuação que, se infringidas, poderão resultar em sanções ou ainda levar ao seu descredenciamento.

Além disso, para garantir transparência ao mercado, a bolsa mantém uma lista atualizada com a relação de formadores credenciados, os respectivos ativos e as características principais da operação.

A atividade de Retail Liquidity Provider (provedor de liquidez de varejo – em tradução livre), tem o objetivo de melhorar a liquidez para investidores individuais. Uma vez atuando como RLP as corretoras, bancos ou demais instituições financeiras podem figurar como contraparte das ordens dos seus próprios clientes. Os ativos ou derivativos em que as ofertas RLP podem ser executadas são definidos pela B3.

Diferente do formador de mercado, as ofertas do RLP não ficam visíveis no sistema de negociação, só podem ter como contraparte os clientes da própria instituição financeira e que tenham registrado uma oferta agressora, ou seja para comprar ou vender imediatamente. Como benefício aos investidores individuais a oferta RLP visa conferir maior liquidez e garantia de que o preço da sua operação será sempre igual ou melhor ao disponível do mercado naquele momento.

## 9.8. Taxas e Custo das Operações

---

Recaem sobre os investidores diferentes custos, que visam remunerar os prestadores de serviço.

Além de avaliar a expectativa de retorno dos investimentos e realizar negócios no mercado de valores mobiliários, os investidores devem analisar os custos relacionados aos diferentes estágios do negócio, como a compra e a venda, o registro, a liquidação e a custódia.

Entre eles, destacamos a taxa de corretagem e comissões de distribuição, taxa de custódia, emolumentos e taxa de liquidação.

As corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários oferecem serviços que podem ir além do envio de ordens para o pregão eletrônico da B3, como acesso a outros produtos de investimento como títulos de renda fixa e fundos de investimentos não listados, atendimento, assessoria, análise, dentre outros. Para remunerar os seus serviços essas instituições financeiras podem cobrar corretagem e comissões. A corretagem incide no momento da compra ou venda, é livremente pactuada entre o cliente e a corretora. Pode ser cobrada como um valor fixo, percentual do valor negociado ou de forma mista. Além disso, pode haver cobrança diferenciada conforme o canal utilizado (mesa de operações ou *home broker*), o “pacote de serviços” contratado e o nível de relacionamento entre cliente e corretora.

As comissões podem ser cobradas direta ou indiretamente pela distribuição primária de títulos e valores mobiliários, pelo estabelecimento de uma margem de diferença entre taxas de títulos de renda fixa (*spread*), ou ainda pelo compartilhamento de taxas cobradas por outras instituições (chamado de *rebate*), como gestoras de recursos.

Instituições e clientes podem estabelecer modelo de cobrança por cada movimentação de carteira ou uma cobrança com base no valor do patrimônio total investido pelo

cliente (chamada de fee fixo), que fica isento de outras cobranças e ainda deve receber as comissões e rebates que a terceiros pagarem para a instituição pode conta dos investimentos feitos pelo cliente.

As formas e montantes cobrados são livres, cada instituição tem sua própria política comercial. Mas todas elas precisam ser transparentes em relação a forma de cobrança.

A B3 ou outras bolsas poderão cobrar taxas pelos mais diversos serviços prestados, desde o ambiente de negociação até a custódia, registro, empréstimo, etc. Algumas dessas cobranças recaem sobre os intermediários e algumas sobre os investidores, principalmente os custos transacionais e de custódia. Sempre que uma taxa ou tarifa for cobrada de um investidor final haverá registro em nota de corretagem ou extrato de conta corrente.

As entidades administradoras de mercados de bolsa e balcão disponibilizam tabela completa com os percentuais e valores das taxas e dos custos das operações cursadas nos ambientes por elas administrados, com exceção das taxas de corretagem, que devem ser negociadas diretamente com o intermediário escolhido pelo investidor.

#### *Tributação das Operações*

É muito importante lembrar que, além das taxas e custos incidentes sobre as operações, os investidores estão sujeitos à cobrança de impostos, conforme determinação da Secretaria da Receita Federal do Brasil.

## **9.9. Avisos e Comunicação com o Investidor**

---

Os investidores que negociam nos mercados de bolsa e balcão organizado e mantêm seus ativos em custódia têm o direito de receber informações sobre as negociações realizadas, a ocorrência de eventos e a posição dos seus investimentos. As corretoras ou distribuidoras, como intermediárias das operações, e os agentes e prestadores de serviços de custódia são os principais responsáveis pelo envio e disponibilização dessas informações.

Nas negociações de compra e venda, as corretoras enviam e disponibilizam ao investidor a nota de corretagem. Nesse documento, estão todas as informações a respeito da operação, como a data, o código e a descrição do ativo, a quantidade e o preço negociado, as taxas e o

mercado no qual foi negociado. Nas corretoras, os investidores têm acesso também ao extrato de movimentação da sua conta financeira.

Além disso, a Central Depositária disponibiliza ao investidor o extrato da conta de custódia. Nele há a relação completa da posição dos ativos em custódia, com quantidade e preço de mercado, além da relação dos proventos distribuídos no período e das movimentações realizadas, caso existam.

A B3 oferece a área do investidor, com acesso via internet, pela qual é possível consultar os extratos de posições e movimentações de todas as suas aplicações financeiras, de forma centralizada e continuamente disponível, em que é possível obter informações como: portfólio de investimentos; rendimentos, como os dividendos; extratos; empréstimo de títulos; garantias; histórico de negociações, entre outros.

## 9.10. Empréstimo de Ativos

---

O empréstimo de ativos, também conhecido como aluguel de ativos, é um serviço prestado pela B3 que possibilita que o detentor de um ativo o alugue para uma terceira pessoa, por um determinado período, recebendo um valor durante o período do aluguel.

Está disponível para diversos ativos, como ações, units, cotas de fundos imobiliários e fiagros, cotas de fundos de índices (ETFs), BDRs patrocinados e não patrocinados, dentre outros.

Quem tem o ativo e deseja cobrar pelo aluguel temporário é chamado de doador. Já quem não tem o ativo e deseja utilizar o de outra pessoa, paga o aluguel e é chamado de tomador. Geralmente, os doadores são investidores de longo prazo, sem interesse em se desfazer dos ativos pelo menos durante o prazo do contrato, e ganham um rendimento adicional com a operação. Os tomadores, por outro lado, são investidores que demandam o ativo temporariamente, seja para uma estratégia, como uma venda a descoberto, seja para liquidar outra operação já realizada.

O investidor doador deve contratar o serviço, informando quais ativos deseja emprestar, e formalizar os critérios de contratação, através de um termo de adesão com uma corretora, distribuidora ou custodiante, que mantém seus ativos custodiados, e que atuará como intermediária entre ele e o tomador de empréstimo. O intermediário transmite para a bolsa as ofertas para emprestar os ativos.

## *O Depósito das Garantias*

A B3 atua como administradora do serviço e como contraparte central de todas as operações de empréstimos e garante a liquidação do contrato a favor do doador, adotando para isso critérios de controle de riscos e regras para o correto funcionamento do mercado.

Os tomadores precisam oferecer a garantia exigida pelo regulamento da bolsa, em valor suficiente para assegurar a liquidação de suas operações. A bolsa só autorizará a operação após o depósito das garantias.

Durante a vigência do contrato de empréstimo, a bolsa transfere temporariamente os ativos do investidor doador ao tomador, que deverá pagar a remuneração acordada, de acordo com o prazo contratado.

Para acompanhar as posições emprestadas, o intermediário fornece extratos e notas aos investidores, que poderão também acessar Área do investidor no site da B3.

## *Remuneração e custo das Operações de Empréstimo*

A taxa de remuneração dos empréstimos são livremente pactuadas entre as partes. O tomador deve pagar a remuneração devida ao doador, além da comissão da corretora e da taxa de registro da bolsa. A bolsa não cobra tarifa do doador, mas as corretoras podem cobrar taxas, dependendo da política de tarifação de cada instituição.

## *Propriedade dos ativos durante o empréstimo*

É importante destacar que o processo de empréstimo de ativos envolve a transferência temporária da titularidade para o tomador. Assim, direitos, como o de voto, passam a ser exercidos pelo tomador, caso não tenha vendido o ativo.

Com respeito aos proventos, como os dividendos e os juros sobre capital próprio, o serviço de empréstimo se encarrega de reembolsar o doador, na mesma data e no mesmo montante, e debita os valores do tomador. No que se refere aos eventos realizados em ativos, como as bonificações, grupamentos e desdobramentos, o investidor doador recebe os ativos objeto do empréstimo com as quantidades ajustadas.

Na hipótese de subscrição, o sistema garante a possibilidade de o doador subscrever os ativos a que tinha direito, caso estivesse com elas em custódia. Durante o empréstimo, os direitos de subscrição não serão gerados em sua conta de custódia. O tomador deverá optar em devolver os direitos ou recibos de subscrição ou ativos correspondentes à subscrição, devendo o doador

arcar com os custos relativos à subscrição.

As operações de empréstimo aumentam a liquidez do mercado, aprimorando sua eficiência. Além disso, o serviço possui um sistema automático, que monitora a compensação em busca de possíveis vendedores a descoberto e de disponibilidades de oferta dos mesmos ativos. Se possível, fecha automaticamente operações de empréstimo, conforme as regras estipuladas. Por esse mecanismo, o aluguel de ativos passa a desempenhar também um importante papel na melhoria do sistema de compensação e liquidação.

## 9.11. Processo de Recompra de Ativos

---

Após o encerramento das operações nos ambientes de negociação, os sistemas de compensação e liquidação iniciam o processo de pós-negociação. Nesse sistema, a câmara de compensação e liquidação de ativos da bolsa assume a posição de contraparte central para garantir a efetiva liquidação de todos os negócios. Para isso, adota uma estrutura de responsabilidades e mecanismos gerenciadores de risco, de modo a aumentar a segurança do processo.

Ainda assim, podem ocorrer falhas no sistema de entrega dos ativos. Com o intuito de saná-las, a bolsa realiza operações especiais, de modo a permitir que os vendedores faltantes cumpram com suas obrigações e os compradores recebam o que compraram. Uma dessas operações consiste na realização de uma contratação compulsória de empréstimo do ativo pelo devedor, sob a responsabilidade do participante responsável pela falha na entrega, junto ao sistema de contratação de empréstimo de ativos mantido pela bolsa. Porém, para que essa operação se concretize, o ativo desejado deve estar disponível para empréstimo.

Se não houver ativo disponível ou se a quantidade disponível for inferior à quantidade necessária, outros procedimentos operacionais estabelecidos pela bolsa são executados, podendo ser iniciada uma operação de recompra do ativo que havia sido adquirido na data da operação e não recebido por falta de entrega.

Considerando-se D+0 a data da falha na entrega, em D+1 a ordem de recompra é emitida pela câmara de compensação e liquidação, por meio de registro em sistema, em favor do participante responsável pelo comprador credor do ativo.

Em até D+3, a ordem de recompra deve ser executada pelo participante, e em até D+4, a execução da ordem deve ser notificada à câmara, por meio de registro em sistema.

Uma vez realizada a recompra, a liquidação obedece aos procedimentos normais do mercado.

O processo de recompra pode ser também cancelado, havendo concordância das partes, desde que o ativo objeto da operação esteja disponível para entrega, observadas as condições do regulamento da bolsa.

## 9.12. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos

---

O MRP é um instrumento de indenização, previsto em regulamentação, que tem a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão dos participantes da bolsa, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa, ou aos serviços de custódia.

O Mecanismo pode ser acionado especialmente nas seguintes hipóteses:

- ✓ Inexecução ou infiel execução de ordens;
- ✓ Uso inadequado de numerário e de valores mobiliários, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimos de valores mobiliários;
- ✓ Entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;
- ✓ Inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência;
- ✓ Intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e
- ✓ Encerramento das atividades.

Observa-se, portanto, que não se trata de indenização por prejuízos decorrentes da variação de preços de ativos, mas sim de prejuízo causado por erros dos participantes da bolsa (a própria bolsa, as corretoras, os agentes de compensação) na execução das operações ordenadas pelos clientes.

*Ressarcimento de prejuízos*

Importante destacar também que o MRP cobre apenas negociações realizadas em bolsa com valores mobiliários, como a compra e venda de ações, fundos imobiliários ou outros fundos fechados listados, derivativos etc. Operações realizadas em balcão não são cobertas. Além disso, outros investimentos intermediados pelas corretoras, mas não negociados em bolsa, como os títulos públicos do tesouro direto, CDBs, LCIs e LCAs, e outros instrumentos de renda fixa bancária, ou fundos de investimentos abertos distribuídos pelas corretoras, também não são cobertos pelo MRP.

No que se refere aos prejuízos relacionados à intervenção ou decretação da liquidação extrajudicial da corretora, o investidor precisa estar atento às regras. Nesses casos, o prejuízo em geral está relacionado ao saldo disponível em conta corrente no encerramento do dia útil anterior à decretação da liquidação extrajudicial. No entanto, essa hipótese só poderá ser resarcida pelo MRP, se o dinheiro em conta tiver origem em operações de bolsa. Saldos não relacionados com operações de bolsa, como por exemplo os provenientes da venda de títulos públicos do tesouro direto, ou de resgates realizados de investimentos em CDBs, ou outros títulos bancários, não negociados em bolsa, não são cobertos. De forma similar, depósitos que tenham sido realizados em conta sem movimentação também não são cobertos. Então, se um investidor transfere recursos para a sua conta na corretora, mas não realiza nenhuma operação com ela, caso seja decretada a liquidação extrajudicial da corretora, esse montante não poderá ser resarcido.

O mecanismo assegura o ressarcimento de até R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) por ocorrência, caracterizando-se como um importante instrumento de salvaguarda para os investidores, mas que deve ser acionado de acordo com regras e procedimentos próprios.

O ressarcimento, em qualquer dos casos, não é automático. O investidor precisa apresentar a sua reclamação, para que o caso concreto seja analisado e julgado. O requerimento deve ser apresentado diretamente à BSM Supervisão de Mercados, empresa da B3 responsável pela administração do MRP.

O investidor tem até 18 meses, contados da data de ocorrência do fato que causou o prejuízo, para entrar com o seu pedido de ressarcimento. No pedido, o investidor deve indicar o prejuízo, e detalhar a conduta da corretora, ou de seus administradores ou prepostos, que o provocou, incluindo datas, horários e ativos envolvidos, além de indicar a sua opção de recebimento (dinheiro ou ativos). A reclamação pode ser apresentada por meio de correspondência física ou pelo MRP Digital, disponível no site da BSM, em que o investidor envia e acompanha o seu pedido de ressarcimento eletronicamente.

Se o pedido de ressarcimento for indeferido pela BSM, o investidor poderá recorrer da decisão,

apresentando recurso diretamente à CVM. De acordo com o regulamento do MRP, o recurso deverá ser enviado à BSM, que o encaminhará à CVM. A decisão da CVM será definitiva na esfera administrativa.

No caso do pedido de ressarcimento ser negado, o investidor reclamante poderá recorrer da decisão à CVM.

## 9.13. Investidor não Residente

---

O que caracteriza essa categoria de investidor é o fato de ele não possuir residência ou sede no Brasil, independentemente de sua nacionalidade. Apesar de grande parte dos investidores não residentes serem estrangeiros, um brasileiro também pode ser investidor não residente caso esteja domiciliado no exterior. Portanto, o termo “Investidores não Residentes” é mais preciso que o termo “Investidor Estrangeiro”, embora este seja mais popular no mercado.

No Brasil, o acesso de investidores não residentes ao mercado financeiro e de capitais é regulamentado pelas Resoluções do Conselho Monetário Nacional 2687/2000 e 4.373/2014, que garantem a essa categoria de investidores acesso aos mesmos mercados disponíveis ao investidor residente.

A Resolução CVM 13/2020, que regulamenta o assunto, exige um cadastro simplificado do investidor não residente, facilitando e agilizando o acesso ao mercado de capitais brasileiro.

O representante legal é responsável pelo registro do investidor não residente e pelo envio de todas as informações às autoridades brasileiras. Essa função deve ser realizada por uma instituição financeira, que tem o dever de enviar à CVM informações mensais e semestrais sobre as movimentações e, quando solicitado, apresentar outros documentos ou comprovantes.

O representante deve conhecer muito bem o investidor não residente, pois ele deve evitar a intermediação de operações que envolvam recursos oriundos de atos ilícitos, devendo adotar práticas, procedimentos e condutas a serem observados, seguidos e aplicados por seus colaboradores e dirigentes.

# 10

---

## MERCADOS DE DERIVATIVOS

---

# 10. Mercados de Derivativos

## 10.1. Conceitos Básicos

---

Derivativos é o nome dado à família de mercados em que operações com liquidação futura são realizadas, tornando possível a gestão do risco de preço de diversos ativos. Quatro modalidades de contratos são negociadas nesses mercados: termo, futuro, opções e *swaps*.

A origem do termo “derivativos” está associada à ideia de que os preços desses contratos possuem estreita ligação, ou seja, derivam dos preços do ativo subjacente ao contrato.

Os derivativos, em geral, são negociados sob a forma de contratos padronizados, previamente especificados (quantidade, qualidade, prazo de liquidação e forma de cotação do ativo-objeto sobre os quais se efetuam as negociações), em mercados organizados, com o fim de proporcionar, aos agentes econômicos, oportunidades para a realização de operações que viabilizem a transferência de risco das flutuações de preços de ativos e de variáveis macroeconômicas.

É importante mencionar que as negociações com derivativos podem ocorrer no mercado de balcão ou em bolsas organizadas.

## 10.2. Finalidades

---

O mercado de derivativos é utilizado com diferentes propósitos:



### 10.2.1. Hedge

É como um seguro de preço. Tem como objetivo proteger o valor de um ativo contra possíveis variações futuras. Uma empresa com dívida em dólar, por exemplo, pode comprar contratos futuros desta moeda, se protegendo contra perdas que poderiam ser causadas por aumento na cotação da moeda. Da mesma forma, um pecuarista pode assumir uma posição vendedora no mercado futuro, garantindo o preço de venda e se protegendo contra queda no preço da arroba do boi gordo.

*Hedge* é a operação realizada no mercado derivativo que visa fixar antecipadamente o preço de uma mercadoria ou ativo financeiro de forma a neutralizar o impacto de mudanças no nível de preços.

O *hedger* busca proteção contra a oscilação de preços. A principal preocupação não é obter lucro em derivativos, mas garantir o preço de compra ou de venda de determinada mercadoria em data futura. Por exemplo: o importador que tem passivo em dólares compra contratos cambiais no mercado futuro, porque teme alta acentuada da cotação dessa moeda na época em que precisará comprar dólares no mercado à vista.

### 10.2.2. Arbitragem

Significa tirar proveito da diferença de preços de um mesmo produto negociado em mercados diferentes. O objetivo é aproveitar as discrepâncias momentâneas que eventualmente acontecem no processo de formação de preços dos diversos ativos e mercadorias e entre vencimentos.

O arbitrador é o participante que tem como meta o lucro, mas praticamente não assume riscos. A estratégia do arbitrador é comprar no mercado em que o preço está mais barato e vender no mercado em que está mais caro, lucrando um diferencial de compra e venda praticamente imune a riscos, porque sabe exatamente por quanto irá comprar e vender. Normalmente o diferencial de preços utilizado pelo arbitrador para realizar suas operações é muito pequeno, e os lucros vêm da quantidade e do volume das operações.

As estratégias partem do pressuposto de que mercados e contratos são afetados pelas mesmas circunstâncias econômicas. Em consequência, a expectativa é de que os preços das duas (ou mais) posições oscilem em sincronia. Se, por algum motivo, os preços estiverem desalinhados ou não se moverem em conjunto, poderá surgir uma oportunidade de lucro.

À medida que os arbitradores compram no mercado A e vendem no B, aumentam a procura no mercado A (e, consequentemente, os preços) e a oferta no mercado B (causando queda de preços). Em determinado momento, os dois preços tendem a se equilibrar no valor intermediário entre os dois preços iniciais. O arbitrador acaba agindo exatamente como um árbitro, pois elimina as distorções de preços entre mercados diferentes.

### 10.2.3 Especulação

O especulador é um participante cujo propósito básico é obter lucro. Diferentemente dos hedgers, os especuladores não têm nenhuma negociação no mercado físico que necessite de proteção. Sua atuação consiste na compra e na venda de derivativos apenas para ganhar o diferencial entre o preço de compra e o de venda, não tendo nenhum interesse pelo ativo-objeto.

O especulador pode manter posições em aberto de um dia para o outro, por períodos mais ou menos longos, como pode, também, abrir uma posição direcional de preços ao longo de um mesmo dia, realizando uma compra e uma venda não simultâneas para o mesmo vencimento, na mesma sessão de negociação, executando o chamado *day-trade*. Ao final daquele dia, seu resultado será a diferença apurada entre preço de venda e preço de compra.

#### *A Importância do Especulador*

O conceito de especulador tem recebido conotação muito depreciativa, talvez devido ao fato de o participante visar apenas o lucro. Todavia, a presença do especulador é fundamental no mercado futuro, pois é o único que toma riscos e assim viabiliza a outra ponta da operação do hedger, fornecendo liquidez ao mercado.

Quando os *hedgers* entram no mercado futuro, não estão propriamente eliminando o risco de variações adversas de preços e, sim, transferindo esse risco a outro participante, que frequentemente é o especulador.

Como já foi demonstrado, o arbitrador também não assume riscos. O único participante que assume risco é o especulador, que entra no mercado arriscando seu capital em busca de lucro. Dessa forma, o fato de os especuladores abrirem e encerrarem suas posições a todo o momento faz com que o volume negociado aumente, trazendo liquidez para o mercado.

Como as posições assumidas pelos especuladores são muito arriscadas e eles não precisam do ativo-objeto, não costumam permanecer por muito tempo no mercado e dificilmente carregam suas posições até a data de liquidação do contrato. A operação de especulação mais conhecida é a *day-trade*, que consiste na abertura e no encerramento da posição no mesmo dia.

A especulação não deve ser confundida com “manipulação”, que é a compra ou venda de ativos em mercado com a finalidade de criar falsa aparência de negociação ativa e, assim, influenciar a ação dos demais investidores. A B3, assim como todas as bolsas, bem como a Comissão de Valores Mobiliários, monitoram as negociações de forma a coibir, identificar e punir a manipulação, que é sujeita a sanções administrativas e até penais.

## 10.3. Tipos de Mercados de Derivativos

---

Os mercados de derivativos são quatro: a termo, futuro, de opções e de *swap*. Alguns analistas não consideram os swaps uma modalidade de derivativo devido a sua semelhança com o mercado a termo. De uma forma bem sintética, temos:

### 10.3.1. Mercado a termo

Como comprador ou vendedor do contrato a termo, o investidor se compromete a comprar ou vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro) por um preço fixado ainda na data de realização do negócio, para liquidação em data futura. Os contratos a termo somente são liquidados integralmente no vencimento. Podem ser negociados em bolsa e no mercado de balcão.

### 10.3.2. Mercado futuro

Deve-se entender o mercado futuro como uma evolução do mercado a termo. O investidor se compromete a comprar ou vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro) por um preço estipulado para a liquidação em data futura.

A definição é semelhante, tendo como principal diferença a liquidação de seus compromissos somente na data de vencimento, no caso do mercado a termo. Já no mercado futuro, os compromissos são ajustados financeiramente às expectativas do mercado referentes ao preço futuro daquele bem, por meio do ajuste diário (mecanismo que apura perdas e ganhos). Além disso, os contratos futuros são negociados somente em bolsas.

### 10.3.3. Mercado de opções

No mercado de opções, negocia-se o direito de comprar ou de vender um bem por um preço fixo numa data futura. Quem adquirir o direito deve pagar um prêmio ao vendedor. Este prêmio não é o preço do bem, mas apenas um valor pago para ter a opção (possibilidade) de comprar ou vender o referido bem em uma data futura por um preço previamente acordado.

O objeto de negociação pode ser um ativo financeiro ou uma mercadoria, negociados em pregão, com ampla transparência. O comprador da opção, também chamado titular, sempre terá o direito do exercício, mas não obrigação de exercê-lo. O vendedor da opção, também chamado lançador, terá a obrigação do exercício caso o titular opte por exercer seu direito.

### 10.3.4. Mercado de *swap*

No mercado de *swap*, negocia-se a troca de rentabilidade entre dois bens (mercadorias ou ativos financeiros). Pode-se definir o contrato de *swap* como um acordo, entre duas partes, que estabelecem a troca de fluxo de caixa tendo como base a comparação da rentabilidade entre dois bens.

#### Exemplo: *swap* de ouro x taxa prefixada

Se, no vencimento do contrato, a valorização do ouro for inferior à taxa prefixada negociada entre as partes, receberá a diferença a parte que comprou taxa prefixada e vendeu ouro. Se a rentabilidade do ouro for superior à taxa prefixada, receberá a diferença a parte que comprou ouro e vendeu taxa prefixada.

Você deve observar que a operação de *swap* é muito semelhante à operação a termo, uma vez que sua liquidação ocorre integralmente no vencimento.

## 10.4. Derivativos não Padronizados e Padronizados

---

Os contratos negociados em balcão, cujas especificações (como preços, quantidades, cotações e locais de entrega) são determinadas diretamente entre as partes contratantes, não são intercambiáveis.

Dificilmente o participante conseguirá transferir sua obrigação a outro, porque esse contrato foi negociado para satisfazer as necessidades específicas das partes que o celebraram, de modo

que as partes ficam amarradas umas às outras até a data de vencimento do contrato.

Já os contratos padronizados e negociados em bolsa são muito líquidos porque, sendo uniformes, atendem às necessidades de todos os participantes do mercado. Tais contratos são intercambiáveis, isto é, podem ser repassados a outros participantes a qualquer momento.

No quadro comparativo abaixo, você poderá notar as diferenças dos ambientes de negociações de um derivativo não padronizado: a opção.

Tradicionalmente, as opções eram negociadas em ambiente de *over the counter* (OTC), isto é, em balcão. Os negócios eram bilaterais, sendo o risco de contrapartida (risco de inadimplência) assumido por ambas as partes. Com o surgimento dos mercados organizados de opções, na década de 1970, a câmara de compensação passou a interpor-se entre as partes e assumir esse risco.

CARACTERÍSTICAS	MERCADO DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO (OTC)	MERCADO ORGANIZADO (BOLSA)
LIQUIDAÇÃO DO CONTRATO	Estipulado a partir da necessidade das partes	Padronizado
AMBIENTE DE NEGOCIAÇÃO	Qualquer	Em ambiente comum de negociação
FIXAÇÃO DE PREÇOS	Negociação	Cotação aberta
FLUTUAÇÃO DE PREÇOS	Livre	Limites de preços (alta e baixa)
CARACTERÍSTICAS	MERCADO DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO (OTC)	MERCADO ORGANIZADO (BOLSA)
RELAÇÃO ENTRE AS PARTES	Direta	Por meio da câmara de compensação
GARANTIA	Não existe	Sempre para o vendedor
RISCO DE CONTRAPARTIDA	Assumida pelo comprador	Assumida pela câmara de compensação
LIQUIDEZ	Baixa	Ampla nos mercados consolidados

Fonte: Série Introdutória - Mercados de Derivativos - BM&F.

O diferencial mais importante entre esses dois mercados é a existência da câmara de compensação que, ao se interpor entre os negociantes, reduz o risco de inadimplência. Nos mercados organizados de derivativos, as opções são negociadas no mesmo ambiente. Consequentemente, esses contratos têm alguns pontos em comum, como vencimento, preço de exercício, tipo de opção (*call* ou *put*).

O diagrama a seguir ilustra esses tipos de ambiente de negociação e os riscos envolvidos nesses dois mercados.

Derivativos do tipo *taylor made*: derivativos nos quais as partes envolvidas podem ajustar livremente os itens do contrato. No *swap*, define-se: taxa, percentuais, valor inicial, prazo e, até mesmo, a carência para início de valorização.

#### Mercado de Balcão (OTC)



#### Mercado Organizado (Bolsa)



Fonte: Opciones Financieras, Un Enfoque Fundamental. Prosper Lamonte. Editora Macgraw-Hill, 1993, retirado de Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.

## 10.5. Classificação dos Derivativos

---

Existem três principais categorias de derivativos:

- ✓ **Derivativos agropecuários:** têm como ativo objeto *commodities* agrícolas, café, boi, milho, soja;
- ✓ **Derivativos financeiros:** têm seu valor de mercado referenciado em alguma taxa ou índice financeiro de juro, taxa de inflação, taxa de câmbio, índice de ações;
- ✓ **Derivativos de energia e climáticos:** têm como objeto de negociação energia elétrica, gás natural, créditos de carbono.

## 10.6. Funcionamento do Mercado

---

### 10.6.1. Abertura de Posição

Em todas as modalidades de derivativos, compradores e vendedores assumem compromissos de compra e de venda, respectivamente. Os contratos em aberto refletem a posição líquida em determinada data de todas as operações ainda não liquidadas pelo investidor, isto é, a natureza do compromisso (compra ou venda) de um participante por contrato e vencimento.

Uma posição em derivativos pode ser definida como o saldo líquido dos contratos negociados pelo mesmo contratante para a mesma data de vencimento. O participante abre uma posição quando assume uma posição comprada ou vendida em determinado vencimento que anteriormente não possuía.

Classifica-se um participante em vendido (*short*) ou comprado (*long*) de acordo com sua posição

líquida em determinado vencimento. Se o número de contratos vendidos for maior que o número de contratos comprados, sua posição será vendedora (*short*); caso contrário, a posição será compradora (*long*). É importante frisar que a posição líquida é fixada para um único vencimento do mesmo contrato.

### Exemplo 1

Suponha que o participante tenha comprado 30 contratos futuros de taxa de câmbio reais por dólar para vencimento em abril e vendido a mesma quantidade de contratos para maio.

Qual é sua posição líquida?

Esse participante assumiu posição comprada para abril em 30 contratos e vendida para maio em 30 contratos.

Se esse participante tivesse comprado 30 contratos de dólar para março e vendido 20 contratos de dólar para esse mesmo vencimento, qual seria sua posição líquida?

A posição líquida seria comprada em 10 contratos para março.

O encerramento da posição em derivativos ocorre por meio de uma operação de natureza inversa à original (compra ou venda). Dessa forma, o participante transfere seus direitos e suas obrigações a outro participante. O quadro a seguir sintetiza os procedimentos de abertura e encerramento das posições.



Fonte: Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.

## **Exemplo 2**

Suponha que o participante tenha assumido posição comprada em 30 contratos de Ibovespa futuro para março e que deseja encerrar sua posição antes da data do vencimento.

Como esse participante deve proceder?

O participante deve vender 30 contratos de Ibovespa para março. Sendo a posição igual ao saldo líquido do número de contratos comprados e vendidos para o mesmo vencimento, sua posição será igual a zero.

### **10.6.2. Liquidação de Operações**

As operações com derivativos não padronizados são liquidadas diretamente entre as partes contratantes, sendo os riscos de não cumprimento das obrigações dos contratos assumidos por ambas as partes, sem o amparo de sistema de garantia que assegure o cumprimento do contrato.

As operações com derivativos padronizados são liquidadas em câmaras de compensação ligadas às bolsas ou aos sistemas de negociação cuja estrutura de garantias garante o cumprimento de todas as obrigações assumidas pelas partes.

Independentemente de a operação ser padronizada ou não, há duas formas de liquidação: financeira e física.

✓ **Liquidação financeira:** é feita por diferença financeira. Utilizando-se o preço de referência, no dia de vencimento do contrato, registram-se uma venda para o comprador original e uma compra para o vendedor original. A diferença apurada é liquidada entre as partes, sem que haja entrega física do ativo negociado.

✓ **Liquidação física:** o negócio é liquidado mediante a entrega física do ativo negociado.

A liquidação física, mais comum nos mercados agropecuários e de energia, consiste na entrega física do ativo em negociação na data de vencimento do contrato. Em muitas situações, a liquidação física pode ser muito dispendiosa ou, ainda, indesejável, pois o participante pode não ter nenhum interesse pelo ativo-objeto, sendo seu único intuito a obtenção do valor do diferencial entre a compra e a venda desse ativo (especulador). Nesses casos, opta-se pela liquidação financeira.

Alguns contratos admitem ambas as formas de liquidação, mas a maior parte admite apenas a liquidação financeira. Atualmente a B3 tem a maioria absoluta das liquidações na modalidade financeira.

### Exemplo de liquidação por diferença financeira

Negociação de dez contratos de compra e venda a termo de café a R\$100,00/saca. O tamanho do contrato é de 100 sacas de 60kg e a cotação da saca no final da safra, de R\$90,00.

- a) Qual é o resultado da operação para o comprador e para o vendedor?

Para o comprador:  $10 \times (100 \times R\$90,00) - 10 \times (100 \times R\$100,00) = -R\$10.000,00$  Para o vendedor:  $10 \times (100 \times R\$100,00) - 10 \times (100 \times R\$90,00) = +R\$10.000,00$

Portanto, o comprador pagaria R\$10.000,00 ao vendedor.

- b) Se a cotação (preço de referência) no mercado à vista fosse de R\$110,00, qual seria o resultado?

Para o comprador:  $10 \times (100 \times R\$110,00) - 10 \times (100 \times R\$100,00) = +R\$10.000,00$  Para o vendedor:  $10 \times (100 \times R\$100,00) - 10 \times (100 \times R\$110,00) = -R\$10.000,00$

Portanto, o vendedor pagará R\$10.000,00 ao comprador.

## 10.7. Benefícios na Utilização de Derivativos

---

### *Derivativos agrícolas*

O mercado de derivativos responde a uma necessidade genuína da comercialização de determinadas mercadorias. Por exemplo, nos Estados Unidos, a colheita de trigo é realizada apenas durante algumas semanas, enquanto o consumo do cereal ocorre o ano todo. Então, alguém precisa carregar a mercadoria, até que seja consumida por inteiro, arcando com os custos de aquisição, armazenagem e transporte, e sujeitando-se aos riscos das variações de preço.

Somente o mercado de derivativos pode oferecer ao agricultor (que pretende vender sua produção, assim que efetuar a colheita, pelo melhor preço) e ao processador ou usuário do produto

(que espera comprar o produto no decurso do ano, pelo melhor preço) os meios de garantir sua necessidade de fixação de preço, por meio de operações de *hedging*.

O mercado de derivativos possibilita mecanismos eficientes para que os especuladores fornecem o capital indispensável à absorção das mudanças nos níveis de preços das mercadorias. Embora as alterações nos preços futuros das mercadorias sejam rápidas e contínuas, a integração permanente de compradores e vendedores, em um mercado competitivo e aberto, estabelece rapidamente quanto cada mercadoria vale, a todo o momento. Como os preços são disseminados instantaneamente para a sociedade, o menor usuário do mercado sabe tanto quanto seu maior concorrente qual o valor exato da mercadoria que pretende vender ou comprar.

O custo da mercadoria para o público diminui. O *hedge* permite ao produtor e ao processador da mercadoria operar com custos mais baixos. Esse ganho operacional, na maioria das vezes, é repassado ao consumidor.

O custo de financiamento dos estoques cai. As instituições financeiras preferem financiar estoques a taxas menores a quem faz *hedge*.

### *Derivativos financeiros*

A principal aplicação dos derivativos financeiros diz respeito à possibilidade de proteção (*hedge*). Empresas que tenham contratos de exportação, importação ou que, de alguma forma, possuam créditos a receber ou obrigações a cumprir em moedas estrangeiras podem se proteger contra variações adversas na moeda que impactem negativamente seus ativos e passivos.

A mesma situação ocorre com empresas que estejam sujeitas às taxas de juro internacionais ou que queiram se proteger da volatilidade dessas taxas. Investidores individuais e fundos de investimento financeiro, possuidores de carteiras de ações, podem utilizar os derivativos de índice de ações para proteger o valor de suas carteiras diante das oscilações de preço das ações.

Os derivativos também podem ser utilizados para investimento. Sobre isso, é bom lembrar que os derivativos são investimentos de renda variável e devem ser considerados como investimentos de risco.

### *Gerenciamento de Riscos*

A partir dos conceitos definidos, pode-se concluir que derivativos são instrumentos financeiros utilizados, em essência, para gerenciar riscos, uma vez que seu valor depende de outros ativos

aos quais se referem. Como já visto, os derivativos podem ser utilizados de quatro formas: como mecanismo de proteção, elevação de rentabilidade (alavancagem), especulação e arbitragem.

Essas quatro formas de utilização se confundem, pois não é muito fácil distinguir as fronteiras que as separam. Com o avanço das comunicações, o crescimento das relações comerciais e a globalização, o capital adquiriu grande mobilidade e os derivativos, sem dúvida, tornaram-se importantes veículos para o aumento da eficiência em uma economia altamente competitiva em âmbito mundial.

### *Principais diferenças entre as modalidades de derivativos*

CARACTERÍSTICAS	MERCADO A TERMO	MERCADO FUTURO	MERCADO DE OPÇÕES	MERCADO DE SWAP
ONDE SE NEGOCIA	Balcão ou bolsa	Somente bolsa	Balcão ou bolsa	Balcão ou bolsa
O QUE SE NEGOCIA	Compromisso de comprar ou vender um bem por preço fixado em data futura	Compromisso de comprar ou vender um bem por preço fixado em data futura	Os compradores adquirem o direito de comprar ou de vender por preço fixo em data futura	Compromisso de troca de um bem por outro. Trocam-se fluxos financeiros
POSIÇÕES	Ausência de intercambialidade	Intercambialidade	Intercambialidade	Ausência de intercambialidade
LIQUIDAÇÃO	A estrutura mais comum é a liquidação somente no vencimento. Há contratos em que o comprador pode antecipar a liquidação	Presença de ajuste diário. Compradores e vendedores têm suas posições ajustadas financeiramente todos os dias, com base no preço de fechamento da bolsa	Liquidam-se os prêmios na contratação da operação. No vencimento, apura-se o valor da liquidação a partir do exercício do direito dos compradores	Somente no vencimento ou antecipadamente, com a concordância das partes

Fonte: Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.

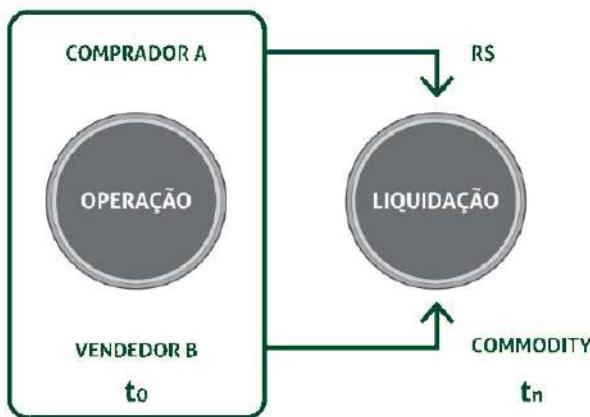
## 10.8. Mercado a termo

---

O contrato a termo foi a primeira modalidade de derivativo conhecida pela sociedade. Aqueles contratos, ainda primitivos, já apresentavam o conceito básico das negociações a futuro

– contrate agora e acerte o pagamento depois. Atualmente, os contratos a termo são negociados sobre mercadorias, ações, moedas, títulos públicos, dentre outros. A seguir, são apresentadas suas características e aplicações.

Como comprador ou vendedor de um contrato a termo, você se compromete a comprar ou vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro) por um preço fixado, ainda na data de realização do negócio, para liquidação em data futura. No mercado a termo, as partes se obrigam a liquidar, em uma data futura definida entre elas a operação combinada no presente.



No vencimento ( $t_n$ ), o vendedor entrega a commodity negociada, conforme definido no contrato, e o comprador paga o valor combinado em  $t_0$ . Note que a mercadoria não troca de mãos até a chegada da data de entrega acertada entre as partes.

Observe que:

- ✓  $t_0$  é o momento atual no qual se desenvolve a negociação a termo;
- ✓  $t_n$  é a data do vencimento, data em que as partes estão obrigadas a cumprir o contrato;
- ✓ **Comprador** é quem se obriga a pagar, em  $t_n$ , o preço negociado no presente, nas condições definidas pelo contrato a termo;
- ✓ **Vendedor** é quem se obriga a entregar o(s) produto(s) no vencimento do contrato, nas condições nele determinadas;

✓ **Operação** é o ato de negociação em que as partes definem os itens do contrato (quantidade, qualidade, condições de entrega e de liquidação financeira). O preço da operação é resultado da barganha entre compradores e vendedores.

### *Características Importantes do Mercado a Termo*

- . **Negociação:** os contratos a termo podem ser encontrados em bolsa, mas são mais comumente negociados no mercado de balcão (contratos bilaterais negociados fora das bolsas).
- . **Ausência de mobilidade de posições:** em geral, os contratos a termo são liquidados integralmente no vencimento, não havendo possibilidade de sair da posição antes disso. Essa característica impede o repasse do compromisso a outro participante. Em alguns contratos a termo negociados em bolsa, a liquidação da operação a termo pode ser antecipada pela vontade do comprador.

Entre os principais contratos a termo negociados no mercado internacional e no Brasil, destacam-se os de moedas. Numa operação desse tipo, dois agentes acertam, na data zero, a cotação pela qual liquidarão a operação de câmbio entre duas moedas, na data do vencimento do contrato.

Na B3 podem ser realizadas operações a termo de ações, de ouro e com títulos do Tesouro Nacional, no mercado de bolsa, e também podem ser registradas negociações no mercado de balcão com contratos a termo de metais, índice DI e de moedas.

As operações a termo recebem a denominação NDF (*Non Deliverable Forward*) quando, no dia do vencimento, as partes somente liquidam a diferença entre o preço negociado no contrato a termo e o observado, nesse dia, no mercado à vista.

### *Exemplos de Utilização*

Para que você possa entender as aplicações e as funcionalidades do mercado a termo, utiliza-se o exemplo de um cafeicultor e de um torrefador de café.

Imagine a situação do cafeicultor ainda no início da produção. Ele não tem nenhuma garantia do preço que poderá ser praticado ao final da safra. Examine duas hipóteses possíveis:

✓ **Hipótese A:** as condições climáticas favoreceram muito o cultivo de café. Além disso, houve superprodução no período. O excesso de oferta levará à queda acentuada de preços de venda, reduzindo a margem de lucro do produtor. Algumas vezes, o valor de venda é insuficiente para cobrir os custos de produção. Nesse caso, o produtor pode preferir destruir o café a colocá-lo no mercado, pois minimizará seus custos com ar-

mazenagem e transporte e, ao mesmo tempo, conterá a pressão da oferta.

- ✓ **Hipótese B:** registrou-se a ocorrência de pragas, geadas ou outras intempéries que dificultaram o cultivo de café, provocando escassez da mercadoria. Neste caso, haverá alta nos preços do café e o produtor conseguirá vender sua produção por preço mais elevado do que imaginava anteriormente.

Imagine agora a situação em que o torrefador compra o café do produtor e vende ao consumidor final. Ele também não sabe por qual preço poderá negociar o café no final da safra, pois, no caso da hipótese B, os preços podem elevar-se drasticamente e atingir nível superior ao que sua atividade lhe permite.

Você já percebeu que, neste exemplo, o cafeicultor correrá o risco de queda acentuada nos preços, enquanto o torrefador correrá o risco de alta nos preços do café no mercado à vista.

Agora que você entendeu a natureza do risco de cada participante do exemplo, monta-se uma operação a termo de maneira a eliminar os riscos associados às atividades de cada um. Para eliminar os riscos de variações adversas de preço, o cafeicultor e o torrefador podem realizar uma operação a termo, tendo como base os pressupostos do exemplo a seguir.

Suponha que, pelo preço de R\$100,00/saca de 60kg, o cafeicultor consiga pagar todos os custos de produção e ainda obter lucro razoável em sua atividade. Considere também que R\$100,00 seja o preço máximo que o torrefador poderá pagar para auferir lucro e não ter prejuízo em sua atividade.

Para ambos, R\$100,00 é um preço de negociação razoável. Logo, poderão firmar um compromisso de compra e venda em que o produtor se compromete a vender o café por esse preço no final da safra e o torrefador se compromete a adquiri-lo pelo mesmo preço na data predeterminada.

Observe que, independentemente do resultado da safra e dos preços estabelecidos no mercado à vista no período da entrega, ambos terão seus preços de compra e de venda travados em R\$100,00/saca.

### Resultados da operação

- ✓ **Hipótese A:** safra recorde e consequente queda nos preços. Suponha que o preço estabelecido no final da safra seja de R\$90,00/saca. O produtor obterá êxito nessa operação, pois conseguirá vender sua produção por R\$100,00, preço superior ao estabelecido pelo mercado (R\$90,00). Os custos de produção serão cobertos e a lucratividade, garantida.

O torrefador pagará preço mais alto do que o estabelecido pelo mercado à vista, mas que ainda

lhe convém, posto que R\$100,00 é preço que considera razoável para sua atividade.

- ✓ **Hipótese B:** escassez de café no mercado e consequente alta nos preços. Suponha que o preço estabelecido pelo mercado à vista no final da safra seja de R\$120,00/saca.

Neste caso, quem obterá êxito será o torrefador, que comprará por R\$100,00 uma mercadoria cujo valor de mercado é de R\$120,00. O produtor venderá a mercadoria ao torrefador por preço inferior ao estabelecido pelo mercado, mas que cobre todos os seus custos de produção e garante lucratividade razoável para sua atividade.

## Conclusão

Tanto para o comprador como para o vendedor no mercado a termo, e em ambas as situações (alta ou queda de preços), o prejuízo não será visto propriamente como prejuízo e, sim, como algo que se deixou de ganhar, como um prêmio de seguro.

No exemplo, pelo preço de R\$100,00/saca, o cafeicultor e o torrefador tinham seus custos cobertos e a lucratividade garantida. Quando o participante entra no mercado com a finalidade de obter proteção, abre mão de possível ganho para não incorrer em prejuízo efetivo.

Os participantes do mercado podem preferir os contratos futuros, dadas algumas dificuldades apresentadas pelos contratos a termo, dentre elas:

- ✓ **Impossibilidade de recompra e revenda.** Os contratos a termo não oferecem a possibilidade de intercambialidade de posições, isto é, nenhuma das partes consegue encerrar sua posição antes da data de liquidação, repassando seu compromisso a outro participante;
- ✓ **Risco de inadimplência e de não cumprimento do contrato.** Os contratos a termo exigem garantias mais altas do que as que são exigidas para os futuros.

Com objetivo de aprimorar os negócios para liquidação futura e sanar os problemas mencionados, surgiu o mercado futuro, cuja sistemática será apresentada no próximo tópico.

Além de ser um importante instrumento para a gestão do risco de mercado, os contratos a termo frequentemente são utilizados em operações financeiras assemelhadas a operações de renda fixa. Por meio da negociação de contratos a termo, simultaneamente com o ativo-objeto desse contrato, as partes promovem a troca de fluxos financeiros no momento da negociação e quando da liquidação. O valor da diferença desses fluxos, conhecido desde o início

da operação, constitui os juros da transação (aplicação ou captação de recursos).

No mercado de ações, operações a termo são bastante frequentes e sua operacionalização difere dos outros contratos a termo. Nesse caso a operação envolve, além de comprador e vendedor no mercado a vista, um terceiro personagem, que é o financiador.

Por meio de uma operação a termo o comprador (também chamado de tomador) negocia a taxa de juros da operação com um financiador (também chamado de doador). Estipulada a taxa de juros, o financiador compra ações no mercado a vista e as revende imediatamente para o tomador no mercado a termo, sendo o preço da venda a termo já acrescida da taxa de juros. Financiador pagará pela compra das ações em D+2, trata-se de uma operação normal no mercado a vista e receberá o valor da venda no mercado a termo no final do prazo acordado, exceto se o tomador quiser liquidar o contrato antecipadamente.

Vejamos um exemplo de compra a termo de 1.000 ações da B3 S.A., pelo prazo de 60 dias, com taxa de juros estipulada entre as partes em 1,0% e considerando que as ações da B3 no mercado a vista estão sendo negociadas por R\$ 31,00.

O financiador compra 1.000 ações de B3SA3 por R\$ 31,00. O resultado financeiro da operação é de R\$ 31.000,00, valor que o financiador pagará ao vendedor das ações em D+2.

Em seguida o financiador vende 1.000 B3SA3T (ao código da ação é acrescido a letra "T", de termo) por R\$ 31,31. Portanto, ao final do contrato, o tomador deverá pagar ao financiador R\$ 31.310,00, sendo a diferença de R\$ 310,00 equivalente aos juros de 1%.

Portanto o tomador alavanca, pois compra ações sem precisar desembolsar recursos, bastando depositar margem de garantia. Na maioria das vezes o objetivo do tomador é especular com a alta das ações, vendendo-as com lucro e liquidando o contrato por diferença, isto é, apenas recebendo o resultado positivo da operação (ou pagando a diferença caso a venda seja com prejuízo). Já para o financiador a operação a termo é uma aplicação de renda fixa, mas que pode ser muito lucrativa caso o tomador opte por liquidar o contrato antecipadamente, pois não há cobrança de taxa pro rata die (proporcional ao prazo em que o contrato durou), nesse caso o financiador recebe a mesma taxa de juros em um prazo menor do que o originalmente estipulado, o que pode elevar consideravelmente o resultado da operação.

Outra possibilidade é a chamada operação caixa, que ocorre quando o tomador a termo já possui as ações, as vende para o financiador e recompra a termo. Nesse caso o tomador usa as suas ações para fazer caixa, levanta dinheiro por um prazo e depois recompra as suas ações, acrescidas dos juros. A operação caixa é interessante ao tomador quando este precisa de di-

nheiro emprestado e a taxa de juros cobrada pelo financiador é mais baixa do que as linhas de crédito disponíveis no mercado bancário.

## 10.9. Mercado futuro

---

Há duas coisas muito importantes para entender o funcionamento do mercado futuro:

- ✓ . O mercado futuro é uma evolução do mercado a termo;
- ✓ . Os contratos futuros são negociados somente em bolsa.

Tal como no contrato a termo, você se compromete a comprar ou a vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro), por um preço estipulado, para liquidação em data futura. A principal diferença é que, no mercado a termo, os compromissos são liquidados integralmente nas datas de vencimento; no mercado futuro, esses compromissos são ajustados financeiramente às expectativas do mercado acerca do preço futuro daquele bem, por meio do procedimento de ajuste diário (que apura perdas e ganhos).

O mecanismo de funcionamento do mercado futuro imprimiu característica importante na negociação para liquidação futura: a competitividade. A homogeneidade dos produtos, a transparência e a velocidade das informações e a livre mobilidade de recursos permitem que os preços se ajustem conforme as expectativas de mercado, ou seja, de acordo com as pressões de oferta e procura. Como os participantes podem entrar e sair do mercado a qualquer momento, os futuros tornaram-se muito importantes para as economias em face de sua liquidez.

### *Padronização dos contratos*

Contratos padronizados são contratos que possuem estrutura previamente padronizada por regulamentação de bolsa, estabelecendo todas as características do produto negociado, como data de vencimento, tipo de liquidação e outras.

A padronização dos contratos é condição imprescindível para que a negociação possa ser realizada em bolsa. Imagine um pregão no qual cada um dos participantes negociasse determinado tipo de boi ou café com cotações e unidades de negociação diferentes. A negociação de pregão seria impraticável. Graças à padronização, os produtos em negociação se tornam completamente homogêneos, tornando indiferente quem está comprando ou vendendo a mercadoria.

Todas as condições sob as quais os ativos serão transferidos de uma contraparte para outra são estabelecidas por meio das especificações do contrato, definidas pela bolsa. Apenas dois itens podem variar na B3: o número de contratos ofertados e o preço negociado entre as partes.

Os contratos padronizados por regulamentação de bolsa são muito mais líquidos, pois, sendo uniformes, atendem da melhor forma às necessidades de um maior número de participantes do mercado. Assim, nenhum participante precisa carregar sua posição até a data de vencimento, podendo encerrar sua posição a qualquer momento, desde a abertura do contrato até a data de vencimento. Esse encerramento é feito por meio de uma operação inversa à original, que é o mesmo que transferir sua obrigação a outro participante.

### *Novos tipos de contratos futuros*

Diversas ações, *commodities* e ativos financeiros servem como base para contratos futuros. Verifica-se, no entanto, que muitas outras commodities ou ativos financeiros não têm contratos futuros. Você poderia, por exemplo, questionar a razão pela qual produtos como arroz e feijão não possuem contratos futuros.

Não existem fórmulas precisas para indicar quais ações, *commodities* ou ativos financeiros podem ou não ter contratos futuros negociados. Na verdade, as bolsas têm maior interesse em ter um maior número de contratos futuros negociados.

O grande problema, no entanto, não está em desenhar ou lançar novos contratos. O problema é se há interessados em negociá-los, com a frequência e o volume que lhes deem um mínimo de liquidez. Estima-se, com base na experiência de bolsas no mundo inteiro que, de cada dez novos contratos lançados, apenas um tem êxito.

### *Principais Características dos Contratos Futuros*

- ✓ **Objeto de negociação:** é a descrição do ativo cuja oscilação de preços está em negociação. Exemplo: ações, café, dólar, boi.
- ✓ **Cotação:** é a unidade de valor atribuída a cada unidade física da mercadoria em negociação. Exemplo: reais por saca, reais por dólares, ou o preço das ações no mercado a vista.
- ✓ **Unidade de negociação:** é o tamanho do contrato ou lote padrão das ações. Exemplo: o tamanho do contrato de café é de 100 sacas de 60kg, o do dólar é de US\$50.000,00, o lote padrão de negociação de ações costuma ser de 100 ações. Com intuito de proporcionar acesso a mais participantes, alguns contratos futuros possuem variações como mini e micro. Geralmente preservando idênticas todas as demais caracte-

rísticas, as modalidades mini e micro diferem apenas na unidade de negociação em relação ao contrato padrão, permitindo aos participantes abrir posições de menor valor.

- ✓ **Meses de vencimento:** meses em que serão liquidados os contratos.
- ✓ **Liquidação:** forma pela qual o contrato será liquidado.

#### 10.9.1. Ajuste Diário

É o mecanismo de equalização de todas as posições no mercado futuro, com base no preço de compensação do dia, resultando na movimentação diária de débitos e créditos nas contas dos clientes, de acordo com a variação negativa ou positiva no valor das posições por eles mantidas.

Assim, os participantes recebem seus lucros e pagam seus prejuízos de modo que o risco assumido pela câmara de compensação das bolsas se dilua diariamente até o vencimento do contrato. O ajuste diário é uma das grandes diferenças entre os mercados futuro e a termo. Neste, há um único ajuste na data de vencimento, de maneira que toda a perda se acumula para o último dia. Logo, o risco de não cumprimento do contrato é muito maior do que nos mercados futuros, em que os prejuízos são acertados diariamente. O mecanismo de ajuste diário será mais bem ilustrado adiante, com exemplos de operações no mercado futuro.

O ajuste diário no mercado futuro corresponde ao mecanismo por meio do qual as posições mantidas em aberto pelos clientes são acertadas financeiramente todos os dias, segundo o **preço de ajuste** do dia. Trata-se da diferença diária que a parte vendedora recebe da parte compradora quando o preço no mercado futuro cai, e paga quando o preço sobe. Esse mecanismo implica a existência de um fluxo diário de perdas ou ganhos na conta de cada cliente de forma que, ao final do contrato, todas as diferenças já tenham sido pagas. Contribui, assim, para a segurança das negociações, já que, a cada dia, as posições dos agentes são niveladas.

- ✓ **Preço de ajuste:** cotação apurada diariamente pela bolsa, segundo critérios preestabelecidos, utilizada para o ajuste diário das posições no mercado futuro. Em geral, o preço de ajuste é determinado no **call de fechamento**.
- ✓ **Call de fechamento:** representa alternativa de definir o preço de ajuste com base no último preço praticado (no fechamento) do mercado. A concentração de operações no *call* facilita a obtenção de preço representativo e visível ao mercado. Além do *call* de fechamento, alguns mercados realizam outros *calls*, na abertura ou no meio da sessão.

O ajuste diário é uma das grandes diferenças entre os mercados futuros e a termo. Nesse último, há um único “ajuste” na data do vencimento. Dessa forma, toda a perda acumula-se para o último dia. Com isso, o risco de não cumprimento do contrato é muito maior do que no mercado futuro, no qual os prejuízos são acertados diariamente.

#### **A bolsa pode usar a margem de garantia para pagar o ajuste diário?**

A margem de garantia não substitui o ajuste diário. Porém, se o cliente não pagar o ajuste diário, ele ficará inadimplente e a bolsa executará suas garantias.

#### **E se o cliente não pagar um ajuste diário?**

O intermediador interveniente poderá encerrar a posição do cliente compulsoriamente e solicitar à bolsa que o declare inadimplente, executando suas garantias e proibindo que ele opere em seus mercados até saldar suas dívidas. Para resguardar outros participantes e os próprios intermediadores, a bolsa inclui o nome da pessoa (física ou jurídica) em uma lista de inadimplentes distribuída para todos os participantes do mercado.

### **10.9.2. Liquidação por Inadimplência**

Caso o pagamento do ajuste diário negativo devido não seja efetuado, a B3 intervém, utilizando a margem depositada em garantia para saldar o prejuízo e encerrar a posição inadimplente, de forma a evitar o risco de acumulação de perdas que possam afetar a segurança do mercado.

A liquidação compulsória da posição do cliente devedor junto ao mercado aciona uma estrutura de salvaguardas que compreende, sucessivamente, e caso necessário, a execução de garantias prestadas:

- ✓ Pelo cliente inadimplente;
- ✓ Pela corretora através da qual ele operou; e
- ✓ Pelo membro da compensação que liquida para essa corretora.

Caso estas garantias sejam insuficientes, atinge o patrimônio:

- ✓ Do fundo especial dos membros de compensação;
- ✓ Do fundo de liquidação de operações; e
- ✓ Da própria B3.

Em comparação aos contratos a termo, os mercados futuros tendem a ser mais eficientes e reduzir o risco de crédito da contraparte. No entanto, a obrigação de pagar ajustes diários pode ser um complicador do fluxo de caixa dos participantes, levando a ter que encerrar uma posição de hedge antecipadamente caso não possam arcar com os ajustes de uma posição temporariamente desfavorável. Por esse motivo cada hedger deve avaliar antecipadamente qual instrumento derivativo será mais adequado para a sua estratégia.

É importante destacar que a bolsa não assume a posição do cliente inadimplente, mas simplesmente encerra a posição compulsoriamente, assinalando o fracasso da estratégia originalmente estabelecida pelo investidor.

### 10.9.3. Margem de Garantia

É um dos elementos fundamentais da dinâmica operacional dos mercados futuros, pois assegura o cumprimento das obrigações assumidas pelos participantes. Você aprendeu que os preços futuros são influenciados pelas expectativas de oferta e demanda das mercadorias e de seus substitutos e complementares. Tais expectativas alteram-se a cada nova informação, permitindo que o preço negociado em data presente para determinado vencimento no futuro varie para cima ou para baixo diariamente.

Para mitigar o risco de não cumprimento do contrato futuro gerado por eventual diferença entre o preço futuro negociado previamente e o preço à vista no vencimento do contrato, os mercados futuros desenvolveram o mecanismo do ajuste diário, em que vendedores e compradores acertam a diferença entre o preço futuro anterior e o atual, de acordo com elevações ou quedas no preço futuro da mercadoria. A margem de garantia requerida pela câmara de compensação é necessária para a cobertura do compromisso assumido pelos participantes no mercado futuro. Para que você entenda o conceito de ajuste diário, toma-se como exemplo uma posição vendida no mercado futuro de dólar.

#### Exemplo

Considere um exportador que irá receber, em março, a quantia de US\$30.000,00 e que acredita em possível baixa da moeda norte-americana. Com o intuito de não ficar exposto a essa variação cambial até o vencimento, vende minicontratos futuros em uma bolsa qualquer. Do lado do importador, a operação seria exatamente inversa à do exportador (compra).

A operação ocorre da seguinte maneira:

- ✓ Tamanho do minicontrato: US\$5.000,00;
- ✓ Número de contratos: 6 contratos (US\$30.000,00/US\$5.000,00);
- ✓ Taxa de câmbio de abertura de posição no mercado futuro: R\$2.622/US\$1.000;
- ✓ Taxa de câmbio de ajuste do dia em que a operação foi realizada: R\$2,621/dólar;
- ✓ Suposição da taxa de câmbio no mercado à vista no dia do vencimento igual a R\$2,400/dólar.

DATA	VENDEDOR		COTAÇÃO DE AJUSTE	COMPRADOR	
	AJUSTE	SALDO		AJUSTE	SALDO
D + 0			2.621		
D + 1	30,00	30,00	2.605	(30,00)	(30,00)
D + 2	480,00	510,00	2.593	(480,00)	(510,00)
D + 3	360,00	870,00	2.579	(360,00)	(870,00)
D + 4	420,00	1.290,00	2.591	(420,00)	(1.290,00)
D + 5	(360,00)	930,00	2.629	360,00	(930,00)
D + 6	(1.140,00)	(210,00)	2.624	1.140,00	210,00
D + 7	150,00	(60,00)	2.586	(150,00)	60,00
D + 8	1.140,00	1.080,00	2.574	(1.140,00)	(1.080,00)
D + 9	360,00	1.440,00	2.546	(360,00)	(1.440,00)
D + 10	840,00	2.280,00	2.528	(840,00)	(2.280,00)
D + n	60,00	6.660,00	2.400	(60,00)	(6.660,00)

Fonte: Série Introdutória - Mercados de Derivativos - BM&F.

No vencimento do contrato ( $D+n$ ), o resultado líquido da operação foi de R\$6.600,00.  
Análise do resultado no caso do exportador:

Resultado no mercado futuro

$$(R\$2,622/\text{dólar} - R\$2,400/\text{dólar}) \times \text{US\$}5.000,00 \times 6 = R\$6.660,00$$

Resultado da exportação

$$R\$2,400/\text{dólar} \times \text{US\$}30.000,00 = R\$72.000,00$$

Resultado geral

$$R\$6.660,00 + R\$72.000,00 = R\$78.660,00$$

Taxa de câmbio da operação

$$R\$78.660,00 / \text{US\$}30.000,00 = R\$2,622/\text{dólar}$$

Caso ocorresse alta na taxa cambial, o resultado do mercado futuro para o exportador seria negativo e, ao mesmo tempo, o resultado da exportação seria maior. No entanto, o resultado geral seria o mesmo, mantendo, assim, a taxa de câmbio da operação. O inverso ocorreria para o importador. Portanto, para ambas as partes, as cotações do dólar foram prefixadas, contendo perdas de preço em suas operações comerciais.

#### 10.9.4. O Papel das Câmaras de Compensação

Como visto, um dos principais motivos pelo qual os contratos futuros somente são negociados em bolsa é a necessidade de controle e de garantias. É neste ponto que se destaca a importância da câmara de compensação, ou *clearing house*, no cumprimento das obrigações assumidas pelos participantes, pois ela se torna compradora de todos os vendedores e vendedora de todos os compradores, controlando as posições em aberto de todos participantes e realizando a liquidação de todas as operações.

Esse sistema de liquidação diária e de garantias não só permite que os *hedgers* utilizem os mercados futuros com eficiência, mas também que outros investidores com objetivos distintos, como especuladores e arbitradores, participem desse mercado por meio de grande variedade de estratégias operacionais. Com a atividade das clearing:

- ✓ Desenvolveu-se um sistema de garantias adequado, formando mercado seguro a seus participantes. Todas as transações são registradas e as entregas da *commodity* dos vendedores para os compradores e o pagamento destes passaram a ser documentados e supervisionados pela *Clearing*;
- ✓ A liquidação financeira dos contratos futuros foi facilitada, já que estes eram padronizados e podiam ser trocados facilmente. Se, como consequência de sucessivas operações, um participante é, simultaneamente, comprador e vendedor, sua posição na câmara de compensação é liquidada. As contrapartes de cada um desses negócios mantêm seus direitos e suas obrigações originais. A vantagem adicional é que se tornou possível a entrada no mercado de pessoas que não têm interesse de entregar ou de receber a *commodity*. Ou seja, viabilizou a participação de especuladores e investidores, aumentando a liquidez das operações.
- ✓ Cada transação possui uma terceira parte, pois a *Clearing* passa a ser o comprador para cada vendedor e o vendedor para cada comprador. Na realidade, o vendedor vende para a câmara de compensação e o comprador compra da mesma câmara. Isso assegura a integridade dos negócios realizados.

## 10.10. Mercado de opções

---

Atualmente, há opções negociadas sobre uma infinidade de ativos e bens, como ações de uma empresa, índices de preços, contratos futuros, títulos do Tesouro e mercadorias. As opções são negociadas tanto em bolsa quanto no balcão.

Pode-se definir opção como o direito de comprar ou de vender certa quantidade de um bem ou ativo, por preço determinado, para exercê-lo em data futura prefixada. Devido a sua relativa complexidade, o mercado de opções apresenta vocabulário todo particular, que visa representar as características de cada opção. Por esse motivo, você deve conhecer alguns termos importantes:

- ✓ **Ativo-objeto:** é o bem, mercadoria ou ativo que se está negociando;
- ✓ **Titular:** é o comprador da opção, aquele que adquire os direitos de comprar ou de vender o ativo objeto;

- ✓ **Lançador:** é o vendedor da opção, aquele que cede os direitos ao titular, assumindo a obrigação de comprar ou de vender o objeto da opção;
- ✓ **Prêmio:** é o valor pago pelo titular ao lançador da opção para ter direito de comprar ou de vender o objeto da opção;
- ✓ **Preço de exercício:** preço pelo qual o titular pode exercer seu direito;
- ✓ **Data de exercício:** último dia no qual o titular pode exercer seu direito de comprar ou de vender, conhecido como data de vencimento da opção.

#### 10.10.1. Tipos de Opções

- ✓ **Opção de compra (ou call):** o titular/comprador adquire o direito de comprar o ativo-objeto do contrato, mas não a obrigação, por preço fixo (preço de exercício), em data futura acordada pelas partes (data de exercício ou vencimento). Para obter o direito de comprar, paga ao lançador/vendedor um valor chamado de prêmio.
- ✓ **Opção de venda (ou put):** o titular adquire o direito de vender o objeto do contrato, mas não a obrigação, por preço fixo (preço de exercício), em data futura acordada pelas partes (data de exercício ou de vencimento). Para ceder o direito de venda ao titular/comprador, o lançador/vendedor recebe um valor chamado de prêmio.

POSIÇÃO	CALL	PUT
Titular / comprador	Direito, mas não a obrigação, de comprar	Direito, mas não a obrigação, de vender
Lançador / vendedor	Obrigação de vender	Obrigação de comprar

Fonte: Série Introdutória – Mercados de Derivativos – B&F.

#### 10.10.2. Classificações

##### Quanto ao Modelo

- ✓ **Modelo americano:** a opção pode ser exercida a qualquer momento, até a data de vencimento acordada entre as partes.
- ✓ **Modelo europeu:** a opção somente pode ser exercida na data de vencimento

acordada entre as partes.

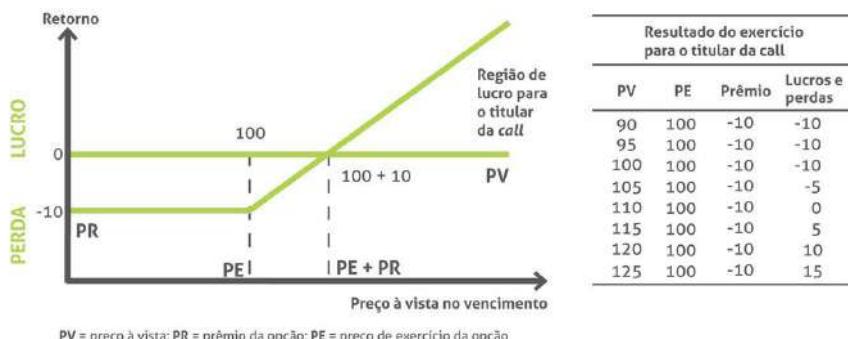
- ✓ **Modelo asiático:** quando o direito se refere a uma média de preços durante certo período. Por exemplo: um banco pode vender a uma empresa importadora o direito de comprar dólares a um preço médio observado em um determinado período (ou em um número préestabelecido de operações de câmbio).

### Quanto ao Objeto

- ✓ **Opção sobre mercadoria à vista ou disponível:** quando o objeto da opção é um ativo ou uma mercadoria negociada no mercado a vista.
- ✓ **Opção sobre contrato futuro:** quando o objeto da opção é o contrato futuro.
- ✓ **Opção sobre contrato a termo:** quando o objeto da opção é um contrato a termo.

#### 10.10.3. Titulares e Lançadores

##### Titular de Opção de Compra



Fonte: Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.

O gráfico acima representa uma operação em que o titular paga R\$ 10,00 de prêmio em uma opção de compra (call), para ter o direito de comprar o ativo objeto por R\$ 100,00.

O titular acredita que o preço à vista do ativo-objeto (PV) vai subir e que, na data de vencimento, será maior que o preço de exercício (PE) mais o prêmio pago. Caso isso ocorra, exercerá seu direito de comprá-lo pelo preço de exercício, quando poderá vendê-lo por preço maior no mercado à vista, obtendo lucro na operação.

Observe que, se o preço à vista atingir 125, exercerá seu direito de comprar por 100 e venderá o ativo-objeto no mercado à vista por 125, obtendo lucro de 25 ( $125 - 100$ ). Como ele gastou 10 com o prêmio, seu lucro líquido será de 15.

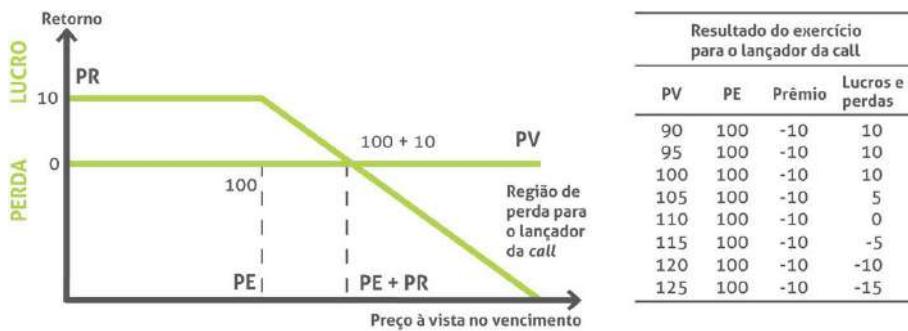
Quando se deve usar esse tipo de operação?

Quando você acreditar no movimento de alta de preços, pois a posição em opção de compra representa uma posição altista.

Quais são suas características?

Essa operação apresenta prejuízo limitado ao prêmio pago pelo titular da opção, ou seja, seu risco está limitado ao prêmio da opção. Os lucros, porém, são ilimitados, uma vez que, quanto mais o preço à vista ( $PV$ ) subir além do nível determinado por  $PE + \text{prêmio}$ , maior será o ganho do titular da opção.

### Lançador De Opção De Compra



$PV$  = preço à vista;  $PR$  = prêmio da opção;  $PE$  = preço de exercício da opção

Fonte: Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.

O gráfico acima representa a mesma operação, porém do lado do lançador, que recebeu R\$ 10,00 de prêmio por uma opção de compra (call), assumindo a obrigação de vender o ativo objeto por R\$ 100,00, caso o titular exerça o direito.

A expectativa do vendedor, evidentemente, é oposta à do comprador. O vendedor acredita

que o preço à vista do ativo-objeto (PV) não vai subir e que, na data de vencimento, não será maior que o preço de exercício (PE) mais o prêmio (PR). Caso isso ocorra, ele ficará com o valor do prêmio pago pelo comprador da opção. Por outro lado, se o preço à vista subir e alcançar valores maiores que PE + PR, o vendedor poderá ser exercido.

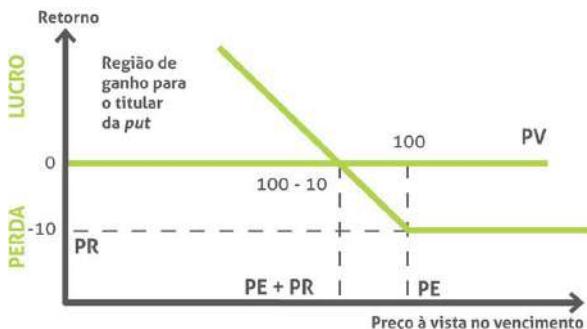
Quando se deve usar esse tipo de operação?

Quando a expectativa for de queda para os preços do ativo-objeto, pois esta é uma posição baixista.

Quais são suas características?

Essa operação tem prejuízo ilimitado para o lançador. Quanto mais o preço à vista subir para além do nível determinado por PE + prêmio, maior será a perda para o lançador da opção.

### *Titular De Opção De Venda*



Resultado do exercício para o titular da put			
PV	PE	Prêmio	Lucros e perdas
50	100	-10	40
60	100	-10	30
70	100	-10	20
80	100	-10	10
90	100	-10	0
100	100	-10	-10
110	100	-10	-10
120	100	-10	-10

PV = preço à vista; PR = prêmio da opção; PE = preço de exercício da opção

Fonte: Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.

O gráfico acima representa uma operação em que o titular paga R\$ 10,00 de prêmio em uma opção de venda (put), para ter o direito de vender o ativo objeto por R\$ 100,00.

O comprador da put acredita que o preço à vista do ativo-objeto (PV) vai cair e que, na data de vencimento, será menor que o preço de exercício (PE) menos o prêmio pago (PR). Caso

isso ocorra, exercerá seu direito de vender pelo preço de exercício e recomprará o ativo-objeto pelo preço menor no mercado à vista, obtendo lucro na operação.

Observe que, se o preço à vista atingir 50, exercerá seu direito de vender o ativo-objeto por 100 e o recomprará no mercado à vista por 50, obtendo lucro de 50 ( $100 - 50$ ). Como ele gastou 10 com o prêmio, seu lucro líquido será de 40.

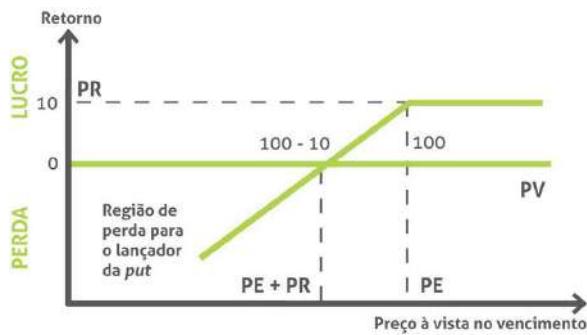
Quando se deve usar esse tipo de operação?

Quando a expectativa for de queda para os preços do ativo-objeto, pois esta é também uma posição baixista.

Quais são suas características?

Essa operação apresenta prejuízo limitado ao prêmio pago pelo titular da opção, ou seja, seu risco está limitado ao prêmio da opção. Os lucros, contudo, são ilimitados, uma vez que, quanto mais o preço à vista (PV) cair além do nível determinado por PE – prêmio, maior será o ganho do titular da opção.

### Lançador De Opção De Venda



Resultado do exercício para o lançador da put			
PV	PE	Prêmio	Lucros e perdas
50	100	-10	-40
60	100	-10	-30
70	100	-10	20
80	100	-10	10
90	100	-10	0
100	100	-10	10
110	100	-10	10
120	100	-10	10

PV = preço à vista; PR = prêmio da opção; PE = preço de exercício da opção

Fonte: Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F.

O gráfico acima representa a mesma operação, porém do lado do lançador, que recebeu R\$ 10,00 de prêmio por uma opção de venda (put), assumindo a obrigação de comprar o ativo objeto por R\$ 100,00, caso o titular exerça o direito.

O lançador da *put* acredita que o preço à vista do ativo-objeto (PV) vai subir e que, na data de vencimento, será maior que o preço de exercício (PE) menos o prêmio (PR). Caso isso ocorra, ficará com o valor do prêmio pago pelo comprador da opção. Por outro lado, se o preço à vista cair e alcançar valores menores que o PR, poderá ser exercido.

Quando se deve usar esse tipo de operação?

Quando a expectativa for de elevação ou estabilidade para os preços do ativo-objeto, pois esta é uma posição altista.

Quais são suas características?

Essa operação apresenta prejuízo ilimitado para o lançador. Quanto mais o preço à vista cair para níveis inferiores a PE – prêmio, maior será a perda para o lançador da opção. Seu lucro é limitado ao prêmio recebido do titular da opção.

## 10.11. Swap

*Swap* consiste em um acordo entre duas partes para troca de risco de uma posição ativa (credora) ou passiva (devedora), em data futura, conforme critérios preestabelecidos. As trocas (*swaps*) mais comuns são as de taxas de juro, moedas e *commodities*.

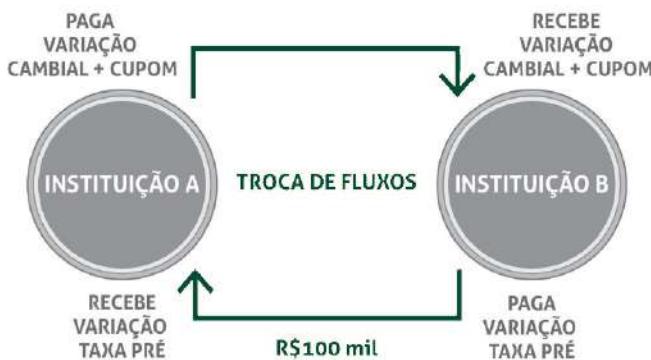
No mercado de *swap*, você negocia a troca de rentabilidade entre dois bens (mercadorias ou ativos financeiros), a partir da aplicação da rentabilidade de ambos a um valor em reais. Por exemplo: *swap* de ouro × Ibovespa.



Fonte: Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F

Se, no vencimento do contrato, a valorização do ouro for inferior à variação do Ibovespa, receberá a diferença a parte que comprou Ibovespa e vendeu ouro. Nesse exemplo, será a instituição A. Se a rentabilidade do ouro for superior à variação do Ibovespa, receberá a diferença a parte que comprou ouro e vendeu Ibovespa. No caso, a instituição B.

Considere o exemplo de um *swap* muito comum no mercado brasileiro: dólar × taxa pré. Sua forma de cotação é a diferença entre a taxa de juro doméstica e a variação cambial – o cupom cambial. O valor dos indexadores incide sobre o valor de referência comum acordado entre as partes.



Fonte: Série Introdutória – Mercados de Derivativos – BM&F

Se, no vencimento do contrato, a valorização do dólar for inferior à variação da taxa prefixada negociada entre as partes, receberá a diferença a parte que comprou taxa prefixada e vendeu dólar. Nesse exemplo, será a instituição A.

### Exemplo

Imagine que a empresa GHY possui ativo de R\$10.000.000,00 prefixado a 17% ao ano para receber em 21 dias úteis e que quer transformar seu indexador em dólar

+ 10% sem movimentação de caixa. Para isso, contrata um swap, ficando ativo em dólar + 10% e passivo em 17%, ao mesmo tempo em que o banco X, que negociou o swap com a empresa, fica ativo a uma taxa prefixada em 17% ao ano e passivo em dólar + 10% ao ano.

A empresa GHY está exposta ao risco de alta na taxa de juro prefixada no *swap*. No vencimento

do contrato, serão aplicadas as variações dos indexadores sobre o valor referencial, conforme demonstrado a seguir. Suponha que, no período, a variação do câmbio foi de 2%.

Posição original: ativo em taxa pré

$$10.000.000,00 \times (17/100 + 1)21/252 = R\$10.131.696,11$$

Swap passivo em taxa pré

$$10.000.000,00 \times (17/100 + 1)21/252 = R\$10.131.696,11$$

Ativo em dólar

$$10.000.000,00 \times 1,02 \times [(10/100 \times 30/360) + 1] = R\$10.285.000,00$$

Como a variação cambial mais 10% ficou acima dos 17% estipulado pela taxa pré, pode-se concluir que a empresa GHY receberá do banco X o valor líquido de

R\$153.304,00 (resultado de R\$10.285.000,00 – R\$10.131.696,00),

A palavra *swap* significa troca, ou seja, ao fazer uso de um contrato de *swap* as contrapartes trocam fluxo de caixa baseado em prazo, valor de referência e variáveis. É na regra da formação de parâmetros que ocorre a valorização de um contrato de *swap*.

Os *swaps* são contratos negociados no mercado de balcão, não são padronizados e os tipos mais comuns são os *swaps* de taxa de juro. Por serem negociados em balcão, não existe a possibilidade de transferir posição a outro participante, o que obriga o agente a carregá-la até o vencimento. Nos *swaps*, como nos demais contratos a termo, não há desembolso de recursos durante sua vigência (ajustes diários). A liquidação é essencialmente financeira e feita pela diferença entre os fluxos no vencimento.

### *Conceitos Importantes*

- ✓ **Contraparte:** agente que negocia o *swap*.
- ✓ **Variável:** preço ou taxa que será apurada ao longo de um período para valorizar o parâmetro.
- ✓ **Valor de referência:** valor inicial sobre o qual incidirá a valorização do parâ-

metro. Pode ser chamado de principal ou notional.

- ✓ **Parâmetros:** fórmulas para cálculo dos fluxos; formam o conjunto de informações responsáveis pela valorização do contrato.
- ✓ **Prazo:** período de duração do contrato de *swap*.

### 10.11.1. Tipos De Swap

#### *Swap de taxa de juro*

Contrato em que as contrapartes trocam indexadores associados aos seus ativos ou passivos e que uma das variáveis é a taxa de juro.

##### **Exemplos:**

- ✓ **Swap taxa de DI x dólar:** trocam-se fluxos de caixa indexados ao DI por fluxos indexados à variação cambial mais uma taxa de juro negociada entre as partes.
- ✓ **Swap pré x taxa de DI:** trocam-se fluxos de caixa indexados a uma taxa prefixada por fluxos indexados à taxa de DI.

#### *Swap de moeda*

Contrato em que se troca o principal e os juros em uma moeda pelo principal mais os juros em outra moeda.

##### **Exemplo:**

- ✓ **Swap fixed-for-fixed de dólar x libra esterlina:** trocam-se os montantes iniciais em dólares e em libras. Durante o contrato, são feitos pagamentos de juros a uma taxa prefixada para cada moeda.

#### *Swap de índices*

Contrato em que se trocam fluxos, sendo um deles associado ao retorno de um índice de preços (como IGP-M, IPC-Fipe, INLPC) ou de um índice de ações (Ibovespa, IBrX-50).

**Exemplo:**

- ✓ **Swap Ibovespa × taxa de DI:** trocam-se fluxos de caixa indexados ao retorno do Ibovespa mais uma taxa de juro negociada entre as partes por fluxos indexados a uma variação ao DI, ou vice-versa.

*Swap de commodities*

Contrato por meio do qual duas instituições trocam fluxos associados à variação de cotações de commodities.

## 10.12. Comparativo entre os Mercados de Derivativos

*Principais características dos contratos a termo, futuro, de opção e de swap*

CARACTERÍSTICAS	MERCADO A TERMO	MERCADO FUTURO	MERCADO DE OPÇÕES	SWAPS
<b>NATUREZA DO CONTRATO</b>	Comprador e vendedor são obrigados a comprar ou a vender certa quantidade de um ativo objeto a determinado preço e em determinada data futura		Comprador paga para ter o direito de comprar (vender) e vendedor fica obrigado a vender (comprar) se a contraparte exercer seu direito	As partes se obrigam a trocar o resultado líquido das diferenças entre dois fluxos de rendimentos
<b>MÉTODO DE NEGOCIAÇÃO</b>	Preços são determinados entre as partes	Preços são determinados em pregão em uma bolsa de futuros	Admite negociação em pregão de bolsa ou no mercado de balcão	Preços são negociados entre as partes
<b>ITENS DO CONTRATO</b>	Negociáveis	Padronizados	Geralmente padronizado	Negociáveis
<b>RISCOS</b>	Assumido pela contraparte	Existência de um sistema de garantias	Existência de um sistema de garantias para opções negociadas em bolsas	Existe a opção de ter um sistema de garantias
<b>DEPÓSITO DE SEGURANÇA</b>	Dependente das relações de crédito entre as partes.  Inexiste mecanismo de ajuste diário	Comprador e vendedor depositam margem de garantia na bolsa. As variações diárias de preços são compensadas no dia seguinte pelo ajuste diário	Somente o vendedor (chamado lançador) é obrigado a depositar margem de garantia. Mas não há ajustes diários	Dependente das relações de crédito entre o comprador e o vendedor
<b>FREQUÊNCIA DE ENTREGA FÍSICA</b>	alta	Muito baixa (predominio de liquidação financeira)	Muito baixa	Muito baixa
<b>POSIÇÕES</b>	Impossibilidade de encerrar a posição antes da data da liquidação do contrato	Intercambialidade de posições	Intercambialidade de posições	Em geral, não existe intercambialidade de posições
<b>REGULAÇÃO</b>	Leis comerciais	CVM e autorregulação das bolsas	CVM e autorregulação das bolsas	CVM e autorregulação das bolsas

# 11

---

## ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

---

## 11. Análise de Investimentos

A análise de investimentos tem por objetivo definir expectativas de preços futuros baseado em um conjunto de técnicas, que podem ser usadas de forma integrada, ou separadamente, dependendo da especialização do analista e da forma como os diversos profissionais interagem no processo de recomendação, escolha e decisão de investimentos.

Os principais processos de análise e modelagem são:

- ✓ Análise Fundamentalista e Financeira de Empresas
- ✓ Seleção de Portfolios
- ✓ Análise Técnica
- ✓ Modelos Quantitativos de Operação
- ✓ Integração ASG à Análise de investimentos
- ✓ De uma forma geral essas técnicas estimam:

### Valor Presente

O valor presente das empresas baseado em expectativas de fluxos de caixa futuro e cenários macroeconômicos e setoriais. Para esses cálculos deve ser considerado o nível adequado de retorno–risco do investimento.

### Seleção de Ativos

A seleção de ativos é a forma como a poupança será alocado entre as diversas opções de valores mobiliários e financeiros disponíveis, baseado no princípio da diversificação e otimização.

### Melhor Momento

O melhor momento para adquirir as ações ou títulos. Para isso podem ser utilizadas séries temporais de preços, filtros e outras referências estatísticas.

Existem técnicas de modelagem mais sofisticadas, como os modelos quantitativos para Operações de Alta Frequência. Também chamados de High-frequency trading, visam a modelar

operações de compra e venda sequenciais, normalmente em frações de segundo, e que são realizadas durante todo o pregão.

### Avaliação ASG

Existem investidores como os Fundos de Pensão e assets que, trabalham com uma visão de longo prazo, utilizando análises sistemáticas de comportamento de mercado baseadas em analyses mais rígidas que levam mem consideração as questões ambientais, sociais e de governança corporativa.

### *Classificação dos Investidores*

Existe uma grande variedade de investidores no mercado, com características e objetivos próprios. Há os investidores individuais, como as pessoas físicas e jurídicas, investidores institucionais, como os fundos de investimento, fundos de previdência, seguradoras, investidores estrangeiros, etc.

Os objetivos de investimento são variados. Uns investem com foco no curtíssimo prazo, os day traders, os investidores de curto prazo, os swing traders, aqueles de médio prazo, os investidores que buscam oportunidades de agregação de valor, outros pensam em um horizonte de tempo mais longo. São os investidores individuais ou institucionais que montam carteiras de dividendos, os investidores institucionais que têm objetivos baseados em suas políticas de investimentoa que podem chegar a dezenas de anos de maturação. É o caso dos Fundos de Pensão. Finalmente cabe citar os investidores sócios que influenciam nos destinos das empresas. Estes podem ser pessoas físicas ou investidores institucionais.

Do ponto de vista de apetite ao risco, as classificações mais usuais são: conservadores, moderados e agressivos.

Em relação aos objetivos, há os investidores do tipo buy and hold, que compram e mantêm os ativos com objetivos bem definidos, e os buy and sell, que compram e vendem com base na rentabilidade esperada para um período.

É possível usar outras variáveis para definir um plano de investimento pessoal ou institucional. Não existe uma receita única de modelagem.

Portanto, a análise de investimento deve ser flexível. O analista deve construir modelos que considerem o perfil do investidor e suas expectativas.

## *Classificação dos Analistas*

Os analistas são profissionais que elaboram relatórios de análise (para melhor definição de “relatório de análise”, recomendamos a leitura da ICVM 598/2018), com opiniões e recomendações que auxiliam os gestores e investidores no processo de tomada de decisão de investimento. A atividade pode ser exercida de forma autônoma ou vinculada a uma casa de research.

Esses profissionais podem ser classificados em várias categorias, mas no que diz respeito aos objetivos deste capítulo, vamos nos atender a duas categorias:

- ✓ analistas sell side, que emitem relatórios de avaliação de valores mobiliários para investidores e usualmente trabalham em departamento de research em instituições financeiras ou casas de research independentes;
- ✓ analistas buy side, que exercem as mesmas atividades mas o objetivo será apoiar as decisões dos gestores de portfólios.

A Análise de Investimentos que vamos apresentar, de forma resumida abordará:

- ✓ Análise Fundamentalista de Investimentos
- ✓ Análise Técnica
- ✓ Integração ESG à Análise de Investimentos

### **11.1. Análise Fundamentalista de Investimentos**

---

Não existe uma referência exata de quem foi o precursor da Análise Fundamentalista. Ela está muito associada ao crash da bolsa de valores nos Estados Unidos em 1929 e à depressão econômica que se seguiu, e durou praticamente por toda a década de 30.

Nessa época, começou a ficar claro que os investidores não podiam prescindir de informações econômicas e financeiras das empresas. Apesar de já existirem análises baseadas em gráficos, cada vez mais era necessário avaliar o desempenho financeiro e contábil das empresas para verificar, por exemplo, sua capacidade de crescimento e de geração de lucros. Os primeiros livros a tratar do assunto foram Graham(1934), com o livro *Security Analysis*, e Williams (1938), *The Theory of Investment Value*.

A análise fundamentalista tem como base a noção de que o valor real de uma empresa está relacionado às suas características financeiras – perspectivas de crescimento, fluxos de caixa e risco.

É uma filosofia de investimento que busca objetivos de médio e longo prazo. Pressupõe que a relação entre o valor e os fatores financeiros pode ser medida e se mantém estável ao longo do tempo. Desvios são corrigidos dentro de um período de tempo razoável e, portanto, é possível determinar se os preços estão sub ou sobre avaliados.

### 11.1.1. Objetivos da Análise Fundamentalista

O principal objetivo da análise fundamentalista é determinar o valor potencial de uma empresa ou portfólio. Relacionado a este, há também o objetivo de determinar o valor justo, real ou intrínseco.

#### *Considerações sobre Valor Potencial e o Valor de Mercado*

Damodaran (1999) estabelece, como um dos importantes objetivos da análise fundamentalista, evitar a compra de ações a um preço superior ao seu valor potencial ou valor justo. Por essa razão, o investidor deve analisar antecipadamente as alternativas de investimento disponíveis.

Apesar do enorme número de compradores e vendedores nas bolsas de valores, as informações do mercado têm um forte componente assimétrico. Os agentes têm opiniões diversas referentes ao ambiente macroeconômico, setorial e corporativo, e a fatos relevantes, o que leva à seleção de diferentes premissas e variáveis para projeção futura.

A percepção de risco do mercado e da ação também difere entre os agentes, em função dos diferentes padrões de investimentos e horizontes. Por exemplo, a compra isolada de uma ação é diferente da compra para um portfolio, pois cada um avaliará o risco segundo seus objetivos de investimento e considerando toda sua carteira de investimento.

Tudo isso acarreta distorções entre o valor de mercado e o valor potencial, o que refuta o princípio da racionalidade de que o mercado sempre especifica corretamente o valor das ações.

Portanto, segundo a Análise Fundamentalista, o preço das ações flutua independentemente do valor potencial, raramente havendo coincidência. Dessa forma, o analista fundamentalista deve efetuar uma avaliação criteriosa e aprofundada da empresa, visando identificar as que estão sendo negociadas acima ou abaixo de seu valor potencial para efeito de recomendação de compra ou venda.

## 11.1.2. Principais Conceitos de Valor

### *Valor Potencial*

Valor calculado em função das expectativas do fluxo de Caixa, considerando o horizonte temporal da análise, potencial de alavancagem, a taxa de desconto e risco associado ao retorno exigido, intenções de investimentos e de fusões e aquisições e a taxa de crescimento no período e na perpetuidade.

### *Valor Justo ou Intrínseco*

Calculado a partir do comportamento dos fundamentos quantitativos, expectativas de geração de fluxo de caixa, padrões de desconto e risco e dos fundamentos qualitativos associados aos padrões de gestão, governança e sustentabilidade, tecnologia e construção da imagem e marca dos produtos.

### *Valor Terminal ou na Perpetuidade*

Esse conceito é importante por representar, não raro, a maior parcela do valor da empresa, em que o comportamento em termos de crescimento potencial de longo prazo é relevante. A subavaliação ou sobreavaliação desse fator pode representar distorções na previsão do valor potencial ou do valor intrínseco da empresa. Quanto maior o grau de maturação da companhia, maior a importância da taxa de desconto e do crescimento na perpetuidade.

### *Valor de Mercado*

É o valor refletido pela cotação de mercado ao longo do tempo.

### *Vários Conceitos sobre Valor de uma Ação*

- ✓ **Williams, Ross e Gordon (DDM):** “o valor de uma ação é igual ao valor presente de seus dividendos futuros esperados”.
- ✓ **Gitman (2001):** “o valor de uma ação, (...), é igual ao valor atual de todos os benefícios futuros que se espera que ela ofereça. Esses benefícios são vistos como uma série de dividendos distribuídos durante um horizonte temporal infinito”.

- ✓ **Damodaran (1999):** um ativo deve ser avaliado tomando por base seu fluxo de benefícios futuros, considerando a influência do ambiente interno e externo à empresa.
- ✓ **Reilly & Brown (1997):** “o Analista Fundamentalista tem que olhar para frente e identificar quais são as variáveis chaves para fazer um trabalho superior e identificar oportunidades”.

#### *11.1.3. Métodos de Análise Fundamentalista*

Existem duas vertentes de análise que diferem basicamente pela importância na ordenação de fatos que interferem no valor da empresa.

##### *Análise Top Down*

Baseia-se na tese de que o valor de uma ação é influenciado predominantemente por fatores macroeconômicos que afetam o desempenho da empresa em análise, como inflação, juros, risco político, desemprego, entre outros.

Além disso, as decisões de compra ou venda são tomadas a partir de informações mais amplas, antes de qualquer tipo de projeção mais detalhada.

##### *Análise Bottom Up*

Nesse tipo de análise, a estratégia é estudar os fundamentos individuais de cada empresa. Fatores como o modelo de negócio, padrões de governança, perspectivas de crescimento, entre outras questões, tornam-se relevantes. Para os analistas, quanto melhores as características individuais da companhia, melhor ela superaria condições macroeconômicas adversas.

##### *Análise econômica*

O desempenho das empresas e dos ativos financeiros está intimamente ligado ao desempenho da economia. Este, por sua vez, pode ser influenciado pelo ambiente político, por valores éticos e pelo cenário internacional.

Além disso, um ambiente econômico mais instável, menos previsível, sujeito a intervenções e a uma estrutura regulatória incerta, cria um ambiente mais avesso ao risco, que pode impactar as decisões gerenciais e, consequentemente, o desempenho das companhias.

Portanto, o ambiente macroeconómico deve ser constantemente monitorado e analisado. No quadro a seguir, destacamos algumas informações relevantes que devem ser acompanhadas.

Balança Comercial e de Pagamentos

PIB e Nível de Atividade Econômica na Indústria, Comércio e Serviços

Inflação, Taxa de Desemprego e comportamento dos Salários

Nível de Estabilidade Política, Econômica e Social

Mudanças Tecnológicas de caráter global, etc

A análise das variáveis consideradas relevantes permite realizar a simulação de cenários para o curto, médio e longo prazos em conjunto com a área econômica.

A definição das premissas macroeconômicas permite o prosseguimento da análise setorial e de empresas e fornece informações importantes para a adequada definição das taxas de crescimento da economia e ameaças de risco sistêmico.

Nesse contexto, é importante o estreito contato com institutos de pesquisa, universidades, órgãos governamentais, instituições e empresas internacionais, acompanhar o cenário global e manter contatos sistemáticos através de reuniões de empresas, seminários, congressos, etc.

### *Análise Setorial*

Um setor é caracterizado por agrupar empresas que possuem uma estrutura produtiva semelhante ou que oferecem bens e serviços similares. A análise setorial é utilizada para determinar o posicionamento e o potencial de desenvolvimento de uma empresa em relação ao seu setor de atuação.

Para isso, são analisados fatores, conhecidos como forças competitivas, tais como o nível de concorrência, a ameaça de novos entrantes ou de produtos substitutos e o poder de barganha dos consumidores e fornecedores.

Essas forças permitem identificar se existem mais oportunidades ou ameaças para a empresa. A análise setorial busca quantificá-las, para a realização de projeções quanto a preços praticados, estrutura de demanda, estrutura de oferta, estrutura mercadológica, concorrência, forne-

cimento, tecnologia empregada e qualidade da mão de obra.

### *Análise de Empresas*

Para a análise de empresas, os analistas costumam se apoiar em diversas fontes de informações. Fazem reuniões com a diretoria de relações com investidores e com outras diretorias relacionadas ao processo de avaliação. Estudam as informações econômico-financeiras, analisam as notas explicativas e os relatórios de sustentabilidade e de auditoria. Acompanham fatos relevantes e as informações do formulário de referência. Avaliam quantitativa e qualitativamente os padrões de governança e sustentabilidade. Buscam informações em jornais e revistas. Fazem pesquisa sobre concorrentes, fornecedores e clientes.

Para o processo de definição de premissas, dividem a empresa em quatro grandes funções: marketing e vendas, produção, recursos humanos e econômico-financeira.

#### *11.1.4. Análise de Informações Contábeis*

É o ponto de partida da análise de empresas.

#### *Relatórios e Informações Contábeis*

- ✓ **Relatório da Administração:** fornece informações qualitativas e quantitativas sobre os resultados do exercício, o *guidance* e outras informações relevantes sobre expansão via investimento ou fusões e aquisições.
- ✓ **Relatórios de Sustentabilidade:** fornecem informações relevantes de ordem econômica, ambiental e social. Outra forma de divulgação refere-se ao desempenho econômico associado aos fatores ESG (meio ambiente, sociedade e governança, do inglês environmental, social and corporate governance).
- ✓ **Balanço Patrimonial:** retrata a situação econômico-financeira da companhia em um determinado instante no tempo. De um lado, apresenta os ativos, de que forma a empresa aplica seus recursos para o desenvolvimento de sua atividade. De outro, registra os passivos, as obrigações, as fontes de financiamento utilizadas pela companhia.

No quadro abaixo, segue como exemplo um resumo das principais informações extraídas do balanço patrimonial de uma empresa de cosméticos nos períodos de 2017 e 2018.

Em R\$ milhões

APLICAÇÃO	ATIVO	PASSIVO	CAPTAÇÃO
Caixa e aplicação financeira  Contas a receber no curto prazo Estoques	Ativo Circulante: 2018: 6.455.759.000  2017: 7.056.309.000	Passivo Circulante 2018: 4.566.881.000  2017: 6.912.005.000	Fornecedores Empréstimos Salários a pagar Impostos a pagar
Contas a receber no longo prazo	Ativo Não Circulante: Realizável a Longo Prazo.  2018: 1.736.531.000 2017: 1.148.870.000	Passivo Não Circulante: Empréstimos e Financiamentos. 2018: 7.258.521.000 2017: 5.255.231.000	Contas a pagar no longo prazo
Investimentos Imobilizado Intangíveis	Outros Ativos não Circulantes  2018: 1.338.131.000  2017: 804.717.000	Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis 2018: 241.418.000  2017: 264.689.000	Provisões
		Patrimônio líquido 2018: 2.574.102.000  2017: 1.634.746.000	Capital social Reservas  Lucros e Prejuízos acumulados
	Ativo Total  2018: 15.379.549.000 2017: 14.957.462.000	Passivo Total  2018: 15.379.549.000 2017: 14.957.462.000	

As informações do balanço patrimonial permitem o cálculo de indicadores muito úteis para a análise financeira da companhia. Os principais são:

- ✓ **Solvência:** Compara o desempenho do ativo circulante com o passivo circulante. Representa a capacidade de pagamento de passivos de curto prazo;
- ✓ **Giro do Ativo:** Representa a capacidade da empresa transformar ativos em receita;
- ✓ **Estrutura do Capital:** Representa a relação entre o capital próprio e de terceiros ou o grau de alavancagem da empresa. É importante para o cálculo do custo de

capital (WACC, em inglês).

- ✓ **Endividamento ou Grau de Alavancagem Financeira:** Representa o comportamento do endividamento de curto prazo e de longo prazo e sua relação com as operações ativas e patrimônio líquido;
- ✓ **Retorno ou Rentabilidade:** Relação do lucro líquido com o patrimônio líquido das empresas (verdadeiramente dos acionistas).
- ✓ **Demonstrativo de Resultados:** representa o fluxo financeiro das atividades da empresa no exercício. No quadro abaixo, segue um exemplo dos resultados de uma empresa de cosméticos referentes a 2017 e 2018:

R\$ milhões

	2018	2017
RECEITA DE VENDA DE BENS E/OU SERVIÇOS	13.397.419.000	9.852.708.000
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	-3.782.843.000	-2.911.077.000
LUCRO BRUTO	9.614.576.000	6.941.631.000
+/- RECEITAS(DESPESAS) OPERACIONAIS	-8.357.883.000	-5.582.990.000
RESULTADO ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO E DOS TRIBUTOS	1.256.693.000	1.358.641.000
RECEITA(DESPESAS) FINANCEIRAS	-583.288.000	-387.449.000
LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA	673.405.000	971.192.000
IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	-125.026.000	-300.941.000
<b>LUCRO LÍQUIDO</b>	<b>548.379.000</b>	<b>670.251.000</b>

O demonstrativo de resultados permite uma avaliação de comportamento das margens de lucro da companhia:

- ✓ **Margem Bruta:** Representa o lucro bruto = receita líquida menos o custo dos produtos vendidos;
- ✓ **Margem Operacional:** Representa o lucro bruto menos as despesas operacionais. Os indicadores correlatos estão geralmente associados com as receitas e despesas operacionais;

- ✓ **Margem Líquida:** Representa o lucro líquido da empresa;
- ✓ **LAJIDA (EBITDA, em inglês):** Significa a capacidade de geração de valor para a firma. É igual ao resultado antes dos juros, impostos, depreciação e amortizações.

Em síntese, os dados econômicos e financeiros das informações contábeis devem ser úteis para orientar decisões de investimento, financiamento e estrutura de capital e decisões de dividendo e retenção de lucros. Portanto, é muito importante a compreensão conceitual de seus componentes.

BALANÇO PATRIMONIAL		DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS
OPERAÇÕES ATIVAS	OPERAÇÕES PASSIVAS	LUCRO
Decisões de Investimento	Decisões de Financiamento e Estrutura de Capital	Decisões de Dividendo e Retenção de Lucros

**Demonstração do Fluxo de Caixa:** Representa os ajustes operacionais, de investimento e financiamento para cálculo do aumento ou diminuição de caixa.

Evidencia as transações ocorridas em determinado período e que provocaram modificações nas disponibilidades da empresa (caixa, bancos e aplicações imediatas).

- ✓ **Método Direto (MD):** apresenta as principais classes de pagamentos e recebimentos que entraram no caixa (disponibilidades);
- ✓ **Método Indireto (MI):** é calculado após sucessivos ajustes do lucro líquido. É conhecido também como método da reconciliação.

A diferença do MI para o MD está apenas na evidenciação dos fluxos gerados pelas operações. Não há diferença no que diz respeito aos fluxos gerados pelos financiamentos e investimentos.

Em continuidade ao exemplo anterior, o demonstrativo do fluxo de caixa da empresa teve o desempenho apresentado no quadro abaixo:

ATIVIDADES OPERACIONAIS	R\$ MILHÕES	
	2018	2017
LUCRO LÍQUIDO	548.379.000	670.251.000
DEPRECIAÇÕES E AMORTIZAÇÕES	589.911.000	383.352.000
VARIAÇÕES NOS ATIVOS E PASSIVOS	264.134.000	188.597.000
CAIXA LÍQUIDO ATIVIDADES DE INVESTIMENTO	389.096.000	-4.842.391.000
CAIXA LÍQUIDO ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO	-1.751.396.000	4.453.424.000
VARIAÇÃO CAMBIAL S/ CAIXA E EQUIVALENTES	39.950.000	-111.000
AUMENTO (REDUÇÃO) DE CAIXA OU EQUIVALENTE DE CAIXA	-478.083.000	601.661.000

Em síntese, a demonstração do fluxo de caixa visa a calcular o aumento ou diminuição do caixa ou equivalente de caixa e é fruto do lucro líquido ajustado pelas atividades operacionais, de investimento e financiamento.

**Demonstrativo de Valor Adicionado:** este demonstrativo apresenta a distribuição do valor criado entre os agentes econômicos. Essa demonstração, desconsideradas as diferentes perspectivas, já era contemplada nos Relatórios de Sustentabilidade padrão *Global Reporting Initiative* (GRI). Desde 2010, faz parte das informações econômico-financeiras.

O Valor Adicionado é um conceito econômico que representa a criação de valor para a empresa e seus agentes econômicos, sob a forma de remuneração do trabalho e do capital e pagamento de impostos para o Governo. É calculado a partir do faturamento, deduzido o custo de todos os insumos, mercadorias e serviços adquiridos. Como exemplo, segue a tabela abaixo.

R\$ milhões

VALOR ADICIONADO À ECONOMIA	2018	2017
DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO	8.469.349.000	5.539.920.000
PESSOAL	2.813.413.000	1.835.645.000
GOVERNO - IMPOSTOS, TAXAS E CONTRIBUIÇÕES	2.414.119.000	1.993.561.000
CAPITAL DE TERCEIROS - DESPESAS FINANCEIRAS E ALUGUÉIS	2.693.438.000	1.040.463.000
CAPITAL PRÓPRIO - DIVIDENDOS	548.379.000	670.251.000

#### 11.1.5. Modelos de Projeção de Valor Potencial

Existem vários padrões de modelagem para a projeção do valor potencial de uma ação. Não há uma receita rígida para determinação do modelo mais apropriado. Vai depender do perfil da empresa, de suas estratégias de crescimento e planos de fusão ou aquisição que envolvam sinergias relevantes.

##### *Fluxo de caixa descontado*

- ✓ **Modelos em dois estágios:** para empresas em estágio de crescimento normal, geralmente de médio ou grande porte, que tenham um horizonte previsível para atingir a maturidade.
- ✓ **Modelos em três estágios:** na maioria dos casos, são apropriados para empresas em “estágio inicial” de pequeno ou médio porte. Em geral, essas empresas estão longe do ciclo de maturação, sendo, por isso, fundamental a avaliação dos padrões de gestão e governança em seus planos de negócios. A participação em índices de *tag along*, governança e de sustentabilidade reforçam a confiança de uma avaliação em três estágios.

## *Modelos de dividendos descontados*

- ✓ **Dividendos com crescimento em dois ou três estágios:** considera que a empresa pode ter dois ou três ciclos de crescimento, tal qual os conceitos colocados para os modelos de fluxo de caixa descontado.
- ✓ **Dividendo com crescimento constante:** Modelo de Gordon. Leva em consideração o lucro por ação e o *payout* /Custo de capital próprio (Ke) menos taxa de crescimento (g) dos dividendos.
- ✓ **Dividendos sem crescimento:** sua fórmula baseia-se no recebimento de um dividendo constante, descontado o custo do capital.

## *Modelos baseados no valor adicionado*

- ✓ . **Economic Value Added - EVA:** foi desenvolvido pela Stern Stewart e representa o lucro operacional menos impostos (A) comparado com o custo de capital total da empresa (B). A empresa terá valores adicionados positivos no caso de A>B e, portanto, um valor de mercado maior no curto prazo.
- ✓ . **Market Value Added - MVA:** sua visão é de médio e longo prazo. Pode ser representado pelo valor presente da soma dos EVA's futuros, cuja periodicidade vai depender do grau de maturação dos investimentos no tempo. Empresas de energia devem ter seu MVA medido para períodos de 10 anos. Empresas com maior giro de ativos podem ter seu MVA medido para períodos de 5 anos.

A sustentação do valor adicionado positivo, no longo prazo, vai depender em grande parte do plano de investimentos, programas consistentes de treinamento em recursos humanos, investimentos em P&D, desenvolvimento de imagem e marcas competitivas.

Outras variáveis relevantes para projeções de fluxo de caixa:

- ✓ Perfil de pagamento de dividendos ou juros próprios das empresas.
- ✓ Custo do capital próprio via modelo CAPM.
- ✓ Custo de capital de terceiros: obtido através do custo médio ponderado pelas condições de financiamento de todas as operações.
- ✓ Custo médio ponderado de capital - WACC definido pelo custo de capital pró-

prio e pelo custo médio de capital de terceiros, utilizando-se como ponderação a estrutura de capital.

- ✓ Objetivos de investimento.
- ✓ Taxa de crescimento a ser usada nas fases de crescimento e perpetuidade.

Outras que forem necessárias para o enriquecimento dos modelos.

A taxa de desconto deve ser calculada levando em consideração os interesses da firma e do acionista.

Para comparação entre companhias, podem ser utilizados conceitos e projeções, como por exemplo:

- ✓ **P/L (Preço/Lucro):** preço de mercado em relação ao Lucro – representa a expectativa do número de anos que o investidor deve esperar para recuperar o investimento;
- ✓ **P/VPA (Preço de Mercado/Valor Patrimonial):** representa o quanto o investidor está disposto a pagar acima ou abaixo do valor patrimonial;
- ✓ **DY (Dividend Yield):** dividendo pago/Preço de Mercado da Ação;
- ✓ **EBITDA/Receita Líquida:** geração de caixa da firma em relação à receita líquida.

#### *11.1.6. Os Desafios da sustentabilidade*

A história da análise fundamentalista valorizou sempre as variáveis quantitativas econômicas, sem considerar questões relevantes relacionadas ao meio ambiente, sociedade e de governança conhecidos como fatores ESG (meio ambiente, sociedade e governança, do inglês environmental, social and corporate governance).

Exemplos desses fatores de alimentação de modelos:

##### *Meio Ambiente*

- ✓ Água
- ✓ Minérios

- ✓ Manejo Florestal
- ✓ Emissão de Gases de Efeito Estufa
- ✓ Eficiência Energética
- ✓ Aproveitamento ou Descarte de Resíduos

### *Sociedade e seus Interesses*

- ✓ Saúde e Segurança do trabalhador
- ✓ Satisfação do Consumidor
- ✓ Direitos Humanos
- ✓ Direitos Trabalhistas
- ✓ Governança
- ✓ Relações com Stakeholders: clientes e consumidores, público interno, acionistas e investidores, ONG's, e outras partes interessadas.

A inserção dos fatores ESG, integrado aos fatores econômicos, nos modelos de valuation pode mudar o conceito de agregação de valor, pela incorporação progressiva das externalidades provocadas pelo processo circular de produção e consumo e que podem representar novas percepções quanto à reputação das empresas.

Esse novo ambiente em curso implica em prováveis mudanças estruturais na análise de valores mobiliários no mercado de capitais através da rediscussão das variáveis de entrada dos modelos, em especial para aqueles investidores com perfil de investimento de longo prazo.

Isso exigirá que revisitemos as metodologias de valuation, em especial, quanto ao cálculo do custo de capital, pela incorporação dos riscos e oportunidades associados à consideração dos fatores ESG na análise.

Esses serão os grandes desafios para o futuro.

## 11.2. Análise Técnica

---

As primeiras informações sobre o uso de indicadores de comportamento de mercado remontam a 250 anos atrás no mercado de arroz japonês, quando um produtor e operador local criou um sistema de comunicação e informação colocando nos topos dos telhados e nos picos dos morros, em ocasiões determinadas, mensageiros que transmitiam informações sobre os preços do arroz por meio de bandeiras. Atribui-se ao produtor e trader Munehisa Homma o desenvolvimento das primeiras regras que acabaram resultando na técnica do Candlestick ou Candelabro Japones, trazida para o ocidente por Steve Nison.

Foi, entretanto, Charles Dow que formulou, no século XIX, os princípios fundamentais para o desenvolvimento da análise técnica, inicialmente chamada de Teoria de Dow. Ele morreu em 1902, sem ter visto o crash de 1929, depois de ter fundado o Wall Street Journal e a Dow Jones Industrial Average (o nome Jones vem de Edward Jones, sócio fundador da Dow Jones & Company), que servia de base para suas pesquisas sobre evolução dos preços das ações. Dow jamais escreveu um livro, apenas artigos e cartas que, em 1922, foram transformadas em um livro, compilado por William Peter Hamilton, chamado “The Stock Market Barometer”, onde tece comentários sobre Dow.

A premissa básica da análise técnica é que todas as informações estão representadas no gráfico, na medida em que este traduz o comportamento do mercado (analistas fundamentalistas, insiders, grafistas, investidores profissionais, pessoas físicas).

O mais prudente é usar o método de análise técnica, que indica o momento mais adequado de compra ou venda, combinado com a análise fundamentalista, que indica o que comprar e qual o seu valor potencial.

Investidores de curtíssimo prazo usam gráficos intraday, enquanto investidores de curto prazo costumam usar gráficos diários, e investidores com planos de investimentos de prazo maior usam gráficos semanais e mensais.

### 11.2.1. Teoria de Dow

A Teoria de Dow está voltada para a interpretação dos movimentos de mercado. Dow criou o índice Dow Jones Industrial Average, composto de 12 empresas industriais e do setor de transporte. A partir do comportamento do índice, ele desenvolveu vários princípios relacionados a tendências e sinais de reversão.

Dow foi o primeiro a enunciar que as ações do mercado se movem juntamente, seguindo a trajetória das empresas mais representativas, o que tornava possível medir a intensidade das oscilações através de uma média. Foi, assim, o precursor da metodologia de formulação de índices de comportamento das bolsas.

A Teoria de Dow foi a primeira semente de um conjunto de estudos de gráficos de preços e volumes, que evoluiu e se sofisticou, e que medem as forças de oferta e procura nos mercados de ações. Dow identificou três fases que se repetem na formação dos preços; vamos dar o exemplo de uma tendência primária de alta:

- ✓ **Acumulação:** investidores especialmente bem informados compram ações, baseado em um processo de sustentação de preços no final de um ciclo de queda anterior.
- ✓ **Alta propriamente dita:** compradores melhor informados aderem ao mercado, comprando a ação e elevando seu preço.
- ✓ **Distribuição:** a um preço que permite ganhos compensadores, a ação desperta a atenção da massa. O mercado fica ativo, e os investidores que estavam comprando ações na fase de acumulação vendem para a massa, que entra em processo de euforia.

Nas tendências primárias de baixa ocorre o oposto.

Nesses períodos existem sinais que caracterizam a mudança de uma fase para outra e que se mostram através de figuras.

Esse comportamento de multidão comanda as oscilações de preços através das pressões de compra e de venda que exerce sobre o mercado.

Os princípios de Dow gerados a partir dessas fases descrevem as principais tendências de mercado:

- ✓ **Primária:** tendência de longo prazo de alta ou de baixa
- ✓ **Secundária:** movimento em direção contrária à da Tendência Primária
- ✓ **Terciária (Menor):** tendência de curto prazo, que representa realização de lucros ou apostas de reversão, que ocorrem também nas tendências primárias ou secundárias.

### 11.2.2. Teoria de Elliot

Ralph Elliot desenvolveu este método de análise em seu livro “The Wave Principles”, em que diz que o mercado de ações funciona baseado em um padrão de cinco ondas nas tendências de impulso e três ondas nas tendências de correção.

As ondas 1, 3 e 5 são movimentos na direção do impulso principal neutralizados por duas ondas na direção contrária a este, 2 e 4. Nos ciclos de correção, as ondas 6 e 8 são neutralizadas por um movimento ascendente da onda 7.

A complexidade dessa teoria ou método de avaliação de tendências se apresenta pela dificuldade de identificar corretamente cada uma das ondas, que podem estar contidas em movimentos intermediários.

Frost & Petcher (1990) mostram que, em um ciclo completo de alta, existe o ciclo completo do mercado de ações.

NÍVEL DO CICLO	MERCADO DE ALTA	MERCADO DE BAIXA	CICLO COMPLETO
TENDÊNCIA PRIMÁRIA	1	1	2
ONDAS PRIMÁRIAS	5	3	8
ONDAS INTERMEDIÁRIAS	21	13	34
ONDAS MENORES	89	55	144

Os princípios de Elliot são basicamente os seguintes:

- ✓ Toda ação é seguida de reação;
- ✓ Movimentos na direção da tendência primária podem ser subdivididos em ciclos menores ou fases de 5 ondas na direção da tendência e 3 ondas na direção contrária;
- ✓ A terminação da oitava onda completa um ciclo;
- ✓ O ciclo completo não obedece a padrões temporais.

Finalmente é interessante verificar que os números na tabela acima (1,1,2,3,5,8,13,21, 34,55,89,144,233) estão contidos na famosa série de Fibonacci, em que cada número repre-

senta a soma dos dois anteriores. A partir do 16º termo a razão entre um termo da série e seu subsequente é 0,618, que é a Razão Áurea. As séries de Fibonacci são muito usadas para descrever o comportamento das ondas, fazer análise comparada entre médias móveis e determinar níveis de suporte e resistência, de acordo com Elliott.

### 11.2.3. Tipos de Gráficos

#### *Gráfico em Linha*

Cada dia ou período é um ponto que pode ser o preço médio, o preço de fechamento ou uma média móvel.

#### *Gráfico de Barras*

Cada dia ou período é descrito por uma barra que mostra os preços de abertura, máxima, mínima e fechamento. É o padrão mais usado pelos analistas atualmente e serve como referência para análise de figuras de continuidade e reversão de tendências.

#### *Gráfico tipo Candlestick ou Candelabro Japonês*

Da mesma forma que o gráfico de barras, a vela apresenta as mesmas referências de preços de abertura, máxima, mínima e fechamento. No entanto o destaque se dá ao corpo da vela, que é o espaço compreendido entre a abertura e o fechamento. Quando o preço de fechamento é maior do que o de abertura a vela é branca (verde) ou vazia, e preta (vermelha) ou cheia quando ocorre o contrário.

O método Candlestick é representado por uma série de figuras ou barras típicas que têm significados de alta ou de baixa.

#### *Informações adicionais sobre comportamento dos gráficos*

- ✓ **Escala:** a apresentação dos gráficos pode ser feita em escala aritmética ou logarítmica. Esta tem a vantagem de corrigir a distorção causada pela escala aritmética onde variações lineares iguais são representadas por distâncias iguais, independentemente da intensidade das variações percentuais, que é diferente.
- ✓ **Gaps de Preços:** ocorrem quando o preço mínimo de mercado em um dia está acima do preço máximo do dia anterior. No caso de o mercado estar em tendência de baixa, o comportamento é o inverso. Quando os movimentos estão contidos dentro de tendências primárias de alta ou baixa, os gaps de preço devem ser fechados no futuro, mas no caso

de reversão de tendência, o fechamento do Gap pode não acontecer.

- ✓ **Linhas de Tendência:** a tendência de alta reflete, em essência, uma pressão compradora maior que a vendedora. No caso da tendência de baixa, predomina a pressão vendedora.
- ✓ **Suporte:** representa uma linha de preços em que a pressão compradora é maior, seja nas referências de tempo intraday, diária, semanal, mensal, etc.
- ✓ **Resistência:** representa uma linha de preços em que a pressão vendedora é maior do que a compradora.

As linhas de suporte e resistência, quando combinadas, indicam a tendência dominante no mercado: de alta, de baixa, ou de lado.

#### 11.2.4. Figuras

Representam os sinais ou formações de continuidade ou reversão das tendências formadas pela evolução dos preços. Ocorrem em quaisquer das tendências, sejam elas primárias, secundárias ou terciárias.

##### *Formações de continuidade ou indefinição*

- ✓ **Triângulos:** simétricos, ascendentes ou descendentes;
- ✓ **Bandeiras e Flâmulas:** representam figuras de curto prazo, indicativas de posterior continuidade da tendência principal;
- ✓ **Retângulos:** são típicos sinais de indefinição de tendência dos preços, geralmente confirmando as tendências do período.

##### *Formações de reversão*

###### **Ombro-Cabeça-Ombro (O-C-O) de topo**

Em um movimento de alta, há a formação de um topo (ombro esquerdo), seguido por um topo mais alto (cabeça). Após essa formação, há um enfraquecimento e a formação de um terceiro topo (ombro direito), mais baixo que o anterior, e semelhante ao primeiro (ombro esquerdo). A linha que liga os ombros à cabeça chama-se linha de pescoço, que, se rompida após o terceiro topo, dará início à consolidação da formação. Vale ressaltar que a formação apenas é confirmada com o rompimento da linha de pescoço. Desta forma, a distância em

pontos da linha de pescoço até o topo da cabeça tende a se repetir em sentido contrário a partir do ponto de rompimento da linha de pescoço, caracterizando um ponto de venda, para um O-C-O em sua posição mais comum.

### Ombro-cabeça-ombro invertido de fundo

O conceito se inverte, começando sua formação a partir de uma tendência de baixa, indicando uma compra após sua confirmação.

Apesar de o Ombro Cabeça Ombro ser geralmente um padrão indicativo de reversão, ele também pode ser um padrão de continuidade.

### Topo ou Fundo duplo

Formação de dois topos (fundos), consecutivos no mesmo nível, identificados pela letra M (W). A formação é confirmada após rompimento do último topo (fundo), e o objetivo é calculado projetando para cima (para baixo) a amplitude da última perna de baixa (alta), de forma que a formação seja simétrica com sua porção anterior.

Formações mais avançadas

Essas formações serão apenas citadas pela maior complexidade de sua descrição:

- ✓ *Cup and Handle*
- ✓ Deriva
- ✓ Diamante

#### 11.2.5. Indicadores Técnicos

Representam linhas de oscilação ou tendência, construídas com base em médias móveis ou em fórmulas matemáticas ou estatísticas, com o objetivo de antecipar, confirmar ou descrever tendências.

Existe na realidade uma grande quantidade de indicadores. Isso sugere que, no monitoramento das operações, os analistas façam uma análise de correlação entre eles, para evitar que refletem exatamente o mesmo comportamento, evitando consultas desnecessárias.

### *Indicadores tipo Osciladores*

Indicam o comportamento relativo entre compradores e vendedores, isto é, qual a medida de força dentro do período analisado.

#### **Índice de Força Relativa**

Mede, para um determinado período, a quantidade de altas em relação à soma das altas e baixas. Flutua entre 0 e 100. Indica, para valores superiores a 70, que o mercado está sobre comprado, e para índices abaixo de 30, que o mercado está sobre vendido. Pode ser usado como instrumento de análise de convergência e divergência, ou combinado com o MACD, por exemplo.

Outros indicadores muito usados no mercado, relacionados a comportamento e variação de preços, são:

- ✓ Índice Estocástico;
- ✓ Momentum.

### *Indicadores baseados em médias - Rastreadores*

Refletem a tendência média do mercado comparada aos preços. Existem vários indicadores de médias. As médias móveis são linhas de preços amortecidas, dependendo do período relativo ao objetivo do investimento.

A média móvel simples representa a média dos preços médios ou de fechamento indicados no gráfico de barras e posicionados ao final do período, que pode ser de curto, médio e longo prazo. A média mais usada costuma ser de 21 dias, que reflete o número de dias úteis do mês.

### *Indicadores de Volatilidade*

Refletem as bandas em que as tendências de mercado se movimentam. São muito importantes para detectar mudanças atípicas de volatilidade que podem indicar maior nervosismo do mercado ou reversão de tendência.

- ✓ Bandas de Bollinger
- ✓ Keltner Channel

## *Volume*

Analizar tecnicamente o mercado não é possível sem que se faça o acompanhamento do volume de negócios nas bolsas. Todas as análises baseadas em tendências, figuras, indicadores e médias são mais próximas da realidade quando confirmadas pelo volume. Isto fica mais evidente em um mercado em que as ações possuam grande liquidez.

A comparação entre preço e volume reflete em essência o mais importante fundamento da economia, a “lei da oferta e da procura”.

Movimentos de preços devem ser confirmados pelos movimentos de volume, ainda mais em um mundo globalizado. Isso é mais importante nos momentos de acumulação de preços, no final de ciclos de baixa, ou de distribuição, no final de ciclos de alta, em especial para investidores comuns.

Se o investidor investe em ações baseado em fundamentos sólidos de longo prazo ou para ganhos de dividendos, sua preocupação deve se relacionar com períodos maiores de comportamento de preços e volume.

Investidores com objetivos orientados para períodos menores devem olhar com atenção o comportamento dos volumes das ações, analisando preço e volume sob a máxima de que “movimentos de preços são correlatos com movimentos de volume”.

Para ilustrar o comportamento de preços e volumes, segue um quadro referencial, com base na tendência primária ou principal.

VOLUME	PREÇO	PRESSÃO	BOLSA
sobe	sobe	compradora	em alta
sobe	cai	vendedora	em baixa
cai	oscila respeitando um preço mínimo	compradora	bolsa em fase de acumulação

## **11.3. Integração ESG à Análise Fundamentalista de Investimentos**

---

Ativos intangíveis são responsáveis por uma parcela cada vez maior do valor de mercado das empresas. Analisar e especificar um ativo não requer apenas informações históricas sobre o

comportamento das demonstrações financeiras, mas um entendimento aprofundado sobre o seu contexto de negócios, comportamento da demanda, dependência de fornecedores e insu- mos sensíveis, entre outros temas relevantes às suas atividades. Neste cenário, o impacto de questões ambientais, sociais e de governança corporativa, ESG<sup>1</sup>, começam a ser analisados pelo mercado a partir do seu potencial impacto sobre os resultados das empresas.

O conceito evoluiu a partir de um debate internacional, que cunhou em 1987 o conceito de **desenvolvimento sustentável**. Segundo as Nações Unidas<sup>2</sup>, o desenvolvimento susten- tável é aquele que permite “o atendimento das necessidades das gerações presentes, sem compro- meter a habilidade das gerações futuras de atender às suas necessidades”. Ao longo das déca- das, ONGs e organismos multilaterais aprofundaram os debates para incorporar o tema à agenda corporativa.

O debate junto às evoluiu de aspectos predominantemente institucionais e assistencialistas para o centro da estratégia, inovação e gestão de riscos. Das alterações no padrão de consumo aos riscos climáticos, as mudanças na nossa sociedade e no ambiente em que estamos inseridos provoca a discussão entre executivos, Conselheiros e investidores. Autores como Bob Willard<sup>3</sup> avaliam impactos das questões ESG sobre diferentes aspectos da com- panhia, como:

- ✓ **Contratação e retenção de talentos:** a identificação dos colaboradores com os valores da companhia e a satisfação dos profissionais pode se traduzir na redução da rotati- vidade e aumento da atratividade da marca como empregador;
- ✓ **Aumento da produtividade:** da mesma forma que a redução da rotatividade, a satisfação profissional pode ainda aumentar a produtividade da mão de obra, bem como reduzir índices de absenteísmo e afastamento de profissionais;
- ✓ **Redução do custo operacional:** o aumento da eficiência na gestão de recursos na- turais, por meio da identificação de tecnologias mais eficientes, otimização de processos ou substituição de matérias-primas pode promover uma redução nos custos de produção, dis- tribuição e, caso aplicável, de logística reversa de produtos e serviços;
- ✓ **Redução de custos em postos comerciais:** a redução de resíduos gerados em pos- tos de venda, bem como a redução do custo pelo aumento na eficiência no uso de energia

---

1. Do inglês Environmental, Social and Governance. Sigla comumente usada no mercado de investimentos

2. Nações Unidas, *Nosso Futuro Comum*, 1987 p. 15

3. WILLARD, Bob. *The Sustainability Advantage*, 2002

(ex: iluminação e ar condicionado) pode ser significativa em alguns setores ligados ao comércio e distribuição de produtos; e

- ✓ **Aumento da receita/ Market share:** as principais vantagens competitivas neste caso dizem respeito à abertura de novos mercados e à fidelização de clientes que se identificam com os atributos e valores das empresas, bem como ao aumento da demanda por produtos identificados com características socioambientais positivas.

No setor financeiro, o tema ganhou relevância a partir do entendimento de que, no papel de intermediadores financeiros e viabilizadores da atividade econômica, estes agentes têm um forte potencial de influenciar empresas a adotarem melhores práticas em temas ESG. A discussão se estruturou por meio da criação de uma série de organismos, fóruns e acordos voluntários que congregam o setor bancário, de investimentos e segurador na discussão e estruturação de ações para integrar as questões ESG ao processo de decisão financeira, como:

- ✓ **UNEP-FI:** criada em 1991 por um grupo de instituições financeiras que se uniu ao Projeto de Meio Ambiente das Nações Unidas, PNUMA, para discutir o tema junto ao setor financeiro
- ✓ **Princípios do Equador:** acordo que norteia a concessão de crédito na modalidade *Project finance*, criado em 2003, que avalia impactos socioambientais de grandes projetos a partir de princípios específicos desenvolvidos pelo IFC
- ✓ **Princípios para o Investimento Responsável, PRI:** principal fórum de proprietários e gestores de ativos, criado em 2006, baseia-se em seis princípios voluntários que norteiam a integração ESG à análise e gestão de ativos
- ✓ **Princípios para a Sustentabilidade em Seguros, PSI:** criado em 2012, durante a Rio+20, o acordo conta com quatro princípios para integração ESG ao setor de seguros

Algumas iniciativas, inclusive no mercado brasileiro, já ultrapassam os aspectos voluntários. Nos últimos anos observa-se um grande aumento de iniciativas regulatórias e autorregulatórias sobre temas socioambientais e sua consideração por diferentes agentes do setor financeiro. Destacadamente no setor bancário, o Banco Central lançou, em 2014, a Resolução 4.327/2014, que trata da necessidade de os bancos e demais instituições com reporte à instituição possuam uma Política de Responsabilidade Socioambiental e um Sistema de Gerenciamento do Risco Socioambiental. O objetivo do Banco Central, com essa iniciativa, é aumentar a diligência dos bancos para o tema e promover a robustez do Sistema Financeiro Nacional. Da mesma forma,

a FEBRABAN lançou em 2015, no âmbito do Sistema de Autorregulação Bancária, a SARB 14, que traz diversos aspectos para a elaboração de políticas, avaliação e gestão de riscos socioambientais em operações junto ao mercado.

Entre as dificuldades em incorporar o tema à agenda corporativa e financeira, destaca-se o desenvolvimento de métricas adequadas de impactos e resultados das iniciativas ESG das empresas. Neste sentido, os índices de sustentabilidade surgem como um *benchmark* importante, refletindo o desempenho das empresas com boas práticas em sustentabilidade. No mercado brasileiro, o Índice de Sustentabilidade Empresarial, ISE, e o Índice Carbono Eficiente, ICO2, ambos da B3, são as principais referências no mercado de ações nacional.

Historicamente, a temática dos investimentos responsáveis surge, inicialmente, com um filtro ético na alocação de recursos, tema que vem evoluindo com o desenvolvimento de novas estratégias de investimento que incorporam questões ESG aos processos de análise de ativos e alocação de recursos<sup>4</sup>:

- ✓ **Screening negativo ou exclusão:** Uma abordagem que exclui investimentos ou classes específicas do universo de investimentos, como companhias, setores ou países
- ✓ **Investimentos temáticos:** Investimento em temas ou ativos ligados ao desenvolvimento sustentável. Fundos temáticos focam em questões específicas ou múltiplas relacionadas aos temas ESG
- ✓ **Best in class:** Abordagem que seleciona investimentos líderes ou best in class em um universo, categoria ou classe de ativo, com base em critérios ESG
- ✓ **Integração ESG:** Inclusão explícita por gestores de ativos dos riscos e oportunidades ESG na análise tradicional e decisão de investimento, baseada em um processo sistêmico e fontes apropriadas de pesquisa
- ✓ **Engajamento:** Atividades de engajamento e ativismo acionário por meio do voto em assembleias e engajamento junto às companhias sobre temas ESG. Este é um processo de longo prazo, que busca influenciar o comportamento ou aumentar a divulgação de informações
- ✓ **Investimento de impacto:** Investimentos realizados em companhias, organizações e fundos com intenção de gerar benefícios sociais e ambientais em conjunto

---

4. Eurosif, European SRI Study 2018

com o retorno financeiro. O investimento de impacto pode se realizar tanto em mercados emergentes como desenvolvidos, e tem como alvo uma gama de retornos, dependendo das circunstâncias.

Além do impacto potencial sobre o desempenho dos ativos, o tema passa a ser visto cada vez mais como parte do dever fiduciário de investidores institucionais e sua cadeia de prestadores de serviços. As estratégias de investimento responsável podem ser adotadas de acordo com a classe de ativos, cultura de investimento e prazo das carteiras a serem estruturadas. O tema pode ser analisado desde a compra de uma participação em um fundo de *private equity* à análise de crédito de um título de dívida, passando pelo mercado de ações e outros tipos de investimento. O aumento da visibilidade do tema se reflete nos números globais do setor e estima-se que mais de 25% do total da indústria de gestão de ativos no mundo já adote algum tipo de estratégia ESG no seu processo de alocação de recursos.

Na análise fundamentalista de ativos, a dificuldade de quantificar as questões ESG e seus impactos é o principal desafio para a disseminação do tema no *mainstream* do mercado de investimentos. Para apoiar os agentes neste processo, o PRI desenvolveu um conteúdo que cria uma abordagem *top down* para a consideração de temas ESG na análise de ativos:

- ✓ **Identificação:** levantamento de questões ESG mais relevantes de acordo com o setor de atuação, segmentação de clientes e localização geográfica, considerando tendências de mercado e aspectos socioambientais em âmbito macro, como questões climáticas e padrões demográficos. Impactam essencialmente dois aspectos da análise:
- ✓ **Análise Econômica:** Compreensão sobre como fatores ESG afetam o crescimento econômico e os impactos de temas macro. Ex: escassez de recursos.
- ✓ **Análise Setorial:** Entendimento dos fatores ESG como influência sobre as preferências do consumidor e as mudanças regulatórias. Ex: legislação ambiental.
- ✓ **Análise:** visa à compreensão e mensuração do impacto das questões ESG sobre os ativos. Abrange, essencialmente.
- ✓ **Estratégia da empresa:** Análise de como uma empresa gerencia riscos e oportunidades ESG. Ex: gestão da cadeia logística)
- ✓ **Demonstrações financeiras:** Entendimento dos impactos dos fatores ESG sobre o crescimento dos lucros, eficiência operacional, ativos intangíveis e fluxos de caixa sub-jacentes

✓ **Integração:** deve acompanhar as premissas e cultura de investimentos de cada instituição e podem ser feitas tanto por meio da sensibilização de linhas do modelo de valoração como de variáveis específicas, como o beta ou o custo de capital próprio, entre outras

Embora esteja em discussão há algumas décadas, as questões ESG são vistas como um tema recente na agenda de investidores institucionais e analistas de investimentos. Para o aumento da geração e disseminação de conhecimento sobre o tema, é fundamental que se aprimorem as metodologias e métricas para a integração, em parceria com a academia, associações, e até mesmo os reguladores do mercado de capitais. O tema não deve ser visto como um entrave ou ajuste dos modelos atuais de análise fundamentalista, mas como um complemento de informações e um filtro adicional para uma análise mais robusta e consciente de ativos.

**12**

---

PLANEJAMENTO  
FINANCEIRO

---

## 12.1. Planejamento Financeiro

Neste capítulo abordaremos o tema do Planejamento Financeiro Pessoal, importante processo de formulação de estratégias para auxiliar as pessoas a gerenciar suas finanças para atingir os objetivos de vida, no curto, médio e longo prazo.

Além do conceito de Planejamento Financeiro abordaremos também seus benefícios, o papel do planejador financeiro, o processo de seis passos de um Planejamento Financeiro recomendados aos profissionais com a Certificação CFP® (Certified Financial Planner) e a elaboração de um Planejamento Financeiro como ferramenta para alcançar os objetivos definidos.

### 12.1.1. O Processo de Planejamento Financeiro

O processo de planejamento financeiro, quando conduzido por um planejador financeiro, é composto de 6 (seis) passos que permitem avaliar onde estamos, o que precisamos para o futuro e o que devemos fazer para atingir os objetivos.



PROCESSO DE PLANEJAMENTO FINANCEIRO	MELHORES PRÁTICAS RELACIONADAS
1. Estabelecer e definir o relacionamento com o cliente	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.1. Informar o cliente sobre o planejamento financeiro e as competências do profissionais de planejamento financeiro.</li> <li>1.2. Determinar se o profissional de planejamento financeiro pode atender as necessidades do cliente.</li> <li>1.3. Definir o escopo da contratação.</li> </ul>
2. Coletar as informações do cliente	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.1. Identificar os objetivos pessoais e financeiros, as necessidades e as prioridades do cliente</li> <li>1.2. Coletar informações quantitativas e documentos</li> <li>1.3. Coletar informações qualitativa</li> </ul>
3. Analisar e avaliar a situação financeira do cliente	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.1. Analisar as informações do cliente.</li> <li>1.2. Avaliar os objetivos, necessidades e prioridades do cliente.</li> </ul>
4. Desenvolver as recomendações e apresentá-las ao cliente	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.1. Identificar e avaliar estratégias de planejamento financeiro.</li> <li>1.2. Desenvolver as recomendações de planejamento financeiro.</li> <li>1.3. Apresentar ao cliente as recomendações de planejamento financeiro.</li> </ul>
5. Implementar as recomendações	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.1. Chegar a um acordo sobre as responsabilidades durante a implementação.</li> <li>1.2. Identificar e apresentar produto(s) e serviço(s) para implantação.</li> </ul>
6. Revisar a situação do cliente	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.1. Chegar a um acordo sobre as responsabilidades e condições para revisão periódica da situação do cliente.</li> <li>1.2. Reanalisar e reavaliar a situação do cliente.</li> </ul>

### 12.1.2. Os Benefícios do Planejamento Financeiro

O Planejamento Financeiro possibilita dar direção e significado às decisões financeiras. Permite entender como cada decisão financeira afeta outra área das finanças pessoais. Quando utilizamos recursos disponíveis para dar de entrada na aquisição de um imóvel financiado, por exemplo, podemos inviabilizar a aposentadoria na data desejada, sendo necessário adiar esse projeto. É necessário avaliar cada decisão financeira como parte do um todo, considerando os efeitos no curto e longo prazo.

O Planejamento Financeiro permite adaptação às alterações macroeconômicas e às mudanças na vida pessoal ou familiar, além de contribuir para o atingimento dos objetivos.

## 12.2. Gestão Financeira

---

A gestão financeira é o primeiro passo do planejamento financeiro pois trata-se da análise da situação financeira atual e dos objetivos de vida. É necessária para todas as pessoas, em qualquer idade, independentemente da faixa de renda. Alguns pontos a serem verificados:

- ✓ As despesas são controladas e analisadas para evitar que os gastos excedam as despesas?
- ✓ O padrão de vida é compatível com a renda?
- ✓ As despesas estão aderentes aos objetivos de vida no curto, médio e longo prazo?
- ✓ Qual a capacidade de poupança mensal?
- ✓ É possível aumentar a capacidade de poupança mediante redução ou exclusão de despesas?
- ✓ Existe uma reserva financeira para imprevistos e emergências? Ela é suficiente?

A gestão financeira é feita em três etapas: coleta de informações quantitativas e qualitativas, análise dos dados coletados e síntese, onde são relacionadas as estratégias e planos de ação.

### 12.2.1. Coleta de Informações

A coleta de informações é necessária para preparar um plano financeiro e vai além da simples reunião das informações. É preciso identificar os fatos relacionados, realizar cálculos requeridos e ordenar as informações para a análise.

Tem por objetivo preparar o fluxo de caixa (entrada e saída de recursos) e o balanço patrimonial (ativos e passivos). Para isso é necessário coletar informações tanto quantitativas quanto qualitativas.

COLETA DAS INFORMAÇÕES – GESTÃO FINANCEIRA	
COLETAR INFORMAÇÕES QUANTITATIVAS	COLETAR INFORMAÇÕES QUALITATIVAS
• Informações relativas aos ativos e passivos	• Determinar a propensão de poupança
• Informações relativas ao fluxo de caixa, renda e obrigações	• Determinar como a pessoa toma decisões sobre gastos
• Informações necessárias para preparar um orçamento	• Determinar atitudes da pessoa em relação às dívidas
• Preparar demonstrativos do patrimônio, fluxo de caixa e orçamento	

Nessa etapa de coleta de dados é possível perceber para onde está indo o dinheiro e, muitas vezes, nos surpreendemos com gastos que nem lembrávamos, como por exemplo, alguns débitos automáticos no cartão de crédito ou conta-corrente. O fluxo de caixa deixa claro o montante de receitas e despesas, quanto ganhamos e quanto gastamos.

O controle pode ser feito em um caderno, uma planilha ou aplicativo, desde que seja feito de forma continuada. Sugerimos uma planilha do fluxo de caixa dos próximos 12 meses, com o objetivo de destacar as despesas pontuais e extraordinárias que ocorrem em determinados meses do ano. São exemplos de despesas pontuais: IPVA, IPTU (quanto pago à vista), manutenção do carro, seguro do carro (normalmente em 4 meses), dentista, aniversário do cônjuge e dos filhos. Além disso, ela também é excelente para provisionamento dos parcelamentos a pagar nos próximos meses de compras feitas no passado.

## Fluxo de Caixa

RUBRICAS	mês 1	mês 2	mês 3	mês 4	mês 5	mês 6
<b>Receita Líquida</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Investimentos</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Despesa Total</b>	-	-	-	-	-	-
<b>1.Moradia</b>	-	-	-	-	-	-
<b>2.Alimentação /Limpeza</b>	-	-	-	-	-	-
<b>3.Transportes</b>	-	-	-	-	-	-
<b>4.Saúde</b>	-	-	-	-	-	-
<b>5.Educação/Filhos</b>	-	-	-	-	-	-
<b>6.Despesas pessoais</b>	-	-	-	-	-	-
<b>7.Lazer</b>	-	-	-	-	-	-
<b>8.Despesas parentes</b>	-	-	-	-	-	-
<b>9.Animais de estimação</b>	-	-	-	-	-	-
<b>10.Bancos e prestações</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Saldo Fluxo de Caixa do mês</b>	-	-	-	-	-	-

Se houver dívidas perante instituições financeiras, lojas de varejo, e outros, relacione e analise o que pode ser liquidado, amortizado, ou ainda, verifique a hipótese de portabilidade para outra instituição para reduzir o custo do empréstimo. A planilha Mapa das Dívidas contribui para a análise e tomada de decisão.

## Mapa das Dívidas

Banco /Loja	Modalidade	Garantia	Taxa de Juros	Saldo devedor para liquidação hoje	Número de Prestações pagas	Número de prestações que faltam	Valor da Prestação
XXX	Crédito Pessoal		4,50%	10.406,35	16/36	20	800,00
<b>Total</b>				<b>10.406,35</b>			<b>800,00</b>

No exemplo existe uma operação de crédito com taxa de 4,5% ao mês, uma taxa eleva-

da que pode ser negociada com o credor ou outra instituição financeira do mercado.

O Balanço Patrimonial, por sua vez, mostra um retrato da situação financeira atual. De um lado os ativos (bens e direitos), do outro, os passivos, dívidas e obrigações.

### Balanço Patrimonial

ATIVOS	PASSIVOS
Imóveis	Financiamento imobiliário
Automóveis	Financiamento do carro
Aplicações Financeiras	Saldo devedor no cartão de crédito
Saldo FGTS	Dívidas em lojas de varejo
Saldo em planos de previdência	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>
Reserva para emergência	
Reserva para aposentadoria	Ativos (-) passivos

Patrimônio líquido é a diferença entre o que temos (bens e direitos) e o que devemos (dívidas e empréstimos a pagar). É muito importante formarmos um patrimônio gerador de renda para que, no futuro, tenhamos renda complementar para a aposentadoria.

Sem educação financeira não é fácil lidar com o mundo das finanças e escapar das armadilhas que induzem ao consumo e que afetam as decisões financeiras. O conhecimento das heurísticas permite identificar os vieses e tentar evitá-los nas decisões.

#### 12.2.2. Principais heurísticas e vieses do consumidor

Segundo a Série CVM Comportamental, “as heurísticas são regras de bolso (ou atalhos mentais) que agilizam e simplificam a percepção e a avaliação das informações que recebemos. Por um lado, elas simplificam enormemente a tarefa de tomar decisões; mas, por outro, podem nos induzir a erros de percepção, avaliação e julgamento que escapam à racionalidade ou estão em desacordo com a teoria da estatística. Esses erros ocorrem de forma sistemática e previsível, em determinadas circunstâncias, e são chamados de vieses”.

A seguir são apresentados alguns vieses, mostrando em que sentido eles podem ser obstáculos entre a intenção e a ação de adquirir produtos e serviços que efetivamente atendem as necessidades das pessoas e que poderiam alavancar o bem-estar financeiro.

EFEITO ADESÃO	É um fenômeno psicológico que consiste na tendência de fazer ou crer em algo porque grande número de pessoas o faz. É conhecido também como “comportamento de manada”. Exemplo: pirâmides financeiras (modismos e euforia provocada pela mídia e pelas redes sociais).
EFEITO HALO	É um viés cognitivo em que as primeiras impressões sobre determinadas características de uma pessoa influenciam nosso julgamento sobre outras características não necessariamente relacionadas. Exemplo: uso de celebridades para promover um produto ou marca, ignorando a avaliação racional sobre a qualidade do produto.
FALÁCIA DOS CUSTOS IRRECUPERÁVEIS	É um viés que faz o consumidor apegar-se a despesas ou custos que já ocorreram e não podem ser reavidos. Dessa forma, uma decisão que pode ter sido equivocada no passado acaba tendo um peso indevido sobre novas decisões que precisam ser tomadas no presente. Exemplo: um empresário que investiu num novo negócio e, no meio do projeto, percebeu que não vai dar certo. Ao invés de abandonar o empreendimento, decide continuar mesmo que isso incorra em perdas ainda maiores.
HEURÍSTICA DO AFETO	É um atalho mental para facilitar a tomada de decisão que não é realizada de forma puramente racional, mas influenciada por emoções que se manifestam automática e inconscientemente. Exemplo: propagandas com modelos sorrindo, imagens agradáveis ou com os dizeres “Fit”, “Nova fórmula”, “Saudável”.
ILUSÃO DE CONTROLE	Consiste em acreditar na própria capacidade de afetar eventos futuros, ainda que não tenhamos qualquer controle sobre eles. Exemplo: ao repetir determinada atitude, o indivíduo se sente encorajado a continuar tal ação e tende a generalizar a ilusão de controle para outros comportamentos, levando a uma exposição exagerada a vários prejuízos potenciais.
VIÉS DA ATRIBUIÇÃO	Um conjunto de vieses que explicam erros sistemáticos que cometemos ao procurar explicações causais para os acontecimentos, seja em relação ao nosso comportamento ou de terceiros. Exemplos: a) interpretar as situações limitadas às informações disponíveis e baseadas no estado físico, psicológico, quanto às experiências passadas; b) tendência de fazer julgamentos apressados, principalmente em momentos de pressão.
VIÉS DO PONTO CEGO	É a propensão a acharmos que nossos julgamentos são imparciais, enquanto os das demais pessoas são tendenciosos. Exemplo: ir ao supermercado com fome, subestimando a influência do seu estado físico nas decisões de compra, mesmo ciente de que a fome pode fazer as pessoas comprarem além do programado.

Fonte: Série CVM Comportamental – Vieses do Consumidor

### 12.2.3. Principais heurísticas e vieses do poupador

Da mesma forma que abordamos as heurísticas e vieses do consumidor, conhecer e avaliar os vieses do poupador ajuda a entender por que algumas pessoas têm tanta dificuldade de poupar.

<b>VIÉS DO STATUS QUO</b>	<p>Consiste na preferência por manter o estado atual, seja por não fazer nada ou insistir em uma decisão já tomada, proporcionando aumento de bem-estar. Está baseado na premissa de que muitas pessoas vão ignorar a existência de outras opções ou de que permanecerão na inércia, aceitando passivamente o que já estiver previamente definido. Exemplo: a) consumir produtos desnecessários (débito automático de assinaturas);</p> <p>b) permanecer com aplicações de longo prazo que não rendem sequer a inflação; c) temor do desconhecido (aversão à perda).</p>
<b>FALÁCIA DO PLANEJAMENTO</b>	<p>Tendência a subestimar o tempo, o esforço e os potenciais obstáculos necessários para realizar uma ação, minimizando tanto a possibilidade de ocorrerem imprevistos quanto a própria dificuldade de concretização da tarefa, por acreditar que ela é mais fácil do que de fato é. Tendência a focar mais na tarefa como um todo do que nas atividades e etapas necessárias para sua execução. Exemplo: fazer e analisar uma planilha financeira (anotar gastos diários, inserir as despesas do cartão na planilha, pesquisar preços e taxas, entre outras).</p>
<b>VIÉS DO CRESCIMENTO EXPONENCIAL</b>	<p>Dificuldade de raciocinar em termos de juros compostos, o que pode levar a subestimar seus efeitos a longo prazo. Exemplo: dificuldade de entender a importância do fator tempo no caso de investimentos para o longo prazo, levando o indivíduo a adiar o momento de começar a poupar.</p>
<b>EFEITO AVESTRUZ</b>	<p>Consiste na tendência de ignorar informações potencialmente ruins a fim de evitar o desconforto psicológico decorrente. Exemplo: pessoas que relutam em verificar a fatura do cartão de crédito, por saber que exagerou nas compras.</p>
<b>VIÉS DO OTIMISMO</b>	<p>Tendência a superestimar a probabilidade de eventos positivos e a subestimar os eventos negativos. Exemplo: concentrar todos os recursos disponíveis em um único ativo que está apresentando ótimo rendimento naquele momento, sem diversificar as aplicações e sem questionar determinados fenômenos, como bolhas.</p>
<b>VIÉS DO PRESENTE E DESCONTO HIPERBÓLICO</b>	<p>Vies de presente é a tendência a dar maior peso a eventos mais próximos do presente do que aos localizados no futuro, quando precisamos escolher entre períodos de tempo para alocação de um recurso (escolha intertemporal ou trade-off). Exemplo: contrair mais dívidas por privilegiar excessivamente a recompensa imediata, em detrimento do que virá depois.</p> <p>Desconto hiperbólico consiste na tendência a minimizar o valor dos ganhos a serem recebidos no futuro, por estarem temporalmente muito distantes, perdendo um pouco de sua materialidade. Exemplo: entre receber R\$ 100,00 hoje e R\$ 110,00 amanhã, a maioria prefere a primeira opção. No entanto, entre receber R\$ 100,00 daqui um mês ou R\$ 110,00 em um mês e um dia, a maioria opta pela segunda possibilidade.</p>

Série CVM Comportamental: Vieses do Poupador

#### 12.2.4. Análise dos Dados

Não basta anotar os números, é preciso analisar o que estamos fazendo com o dinheiro, e avaliar se podemos alterar a destinação dos recursos. Será que estamos destinando os recursos para projetos que têm real significado e importância nas nossas vidas?

- ✓ Vivemos de acordo com nossa renda? O saldo do fluxo de caixa mensal é positivo, mesmo considerando despesas pontuais? A reserva de emergência é adequada para as demandas extraordinárias?
- ✓ O que podemos excluir ou reduzir nos gastos? Possível aumentar a capacidade de poupança?
- ✓ Qual o nível de endividamento? O pagamento dos empréstimos está previsto no fluxo de caixa? Que despesas foram reduzidas ou eliminadas para permitir o pagamento dos empréstimos contraídos?
- ✓ No caso de empréstimos e financiamentos, qual a taxa de juro? É possível fazer portabilidade e reduzir a taxa?

O quadro a seguir relaciona os pontos que devem ser considerados na análise de dados para uma boa gestão financeira.

ANÁLISE DE DADOS – GESTÃO FINANCEIRA	
CONSIDERAR OPORTUNIDADES E RESTRIÇÕES POTENCIAIS PARA FORMULAR ESTRATÉGIAS	AVALIAR AS INFORMAÇÕES DEFINIR ESTRATÉGIAS
• Verificar se a pessoa vive de acordo com suas posses	• Avaliar se o fundo de reserva é adequado
• Determinar eventuais problemas relativos aos ativos e passivos	• Avaliar o impacto de mudanças potenciais nas receitas e despesas
• Determinar o provisionamento do fundo de emergência	• Identificar demandas conflitantes no fluxo de caixa
• Considerar possíveis estratégias de gestão de caixa	• Avaliar alternativas de financiamento

### 12.2.5. Síntese

Chegou o momento de formular as estratégias de Gestão Financeira, bem como traçar o plano de ação. Nesse sentido é importante, de acordo com o perfil de consumo, definir metas e prazos. Exemplos:

reduzir progressivamente o parcelamento das compras no cartão de crédito, negociando sempre à vista, para ampliar o controle das despesas mensais. Prazo: 3 a 6 meses.

fazer portabilidade de empréstimos e financiamentos visando reduzir os custos (taxa de juros menor), com prestações mais baixas. Prazo: 2 meses.

aplicar R\$ 1.000,00 mensalmente em produtos de liquidez diária para a formação de reserva de emergência até completar seis salários.

SÍNTSE - GESTÃO FINANCEIRA
FORMULAR E AVALIAR ESTRATÉGIAS PARA ELABORAR UM PLANO FINANCEIRO
• Formular estratégias de gestão financeira
• Avaliar as vantagens e desvantagens de cada estratégia financeira
• Otimizar as estratégias para apresentar recomendações de gestão financeira
• Priorizar as etapas para auxiliar a implementação das recomendações

Na formulação das estratégias e planos de ação é necessário considerar as heurísticas e vieses que nos afetam, de forma a estabelecer estratégias passíveis de serem implementadas.

## 12.3. Planejamento Financeiro com ênfase em Investimentos

Investir no mercado financeiro e de capitais pressupõe que o investidor avalie alguns aspectos pessoais para realizar aplicações conscientes e que tragam os resultados esperados. As perguntas, a seguir, são essenciais para a tomada de decisão, para ajudar a montar uma carteira diversificada e respeitar o perfil de risco do investidor.

- ✓ Quais os objetivos no curto, médio e longo prazo? Relacione todos, incluin-

do data e valor a ser alcançado.

- ✓ Nos objetivos listados estão incluídos Reserva de Emergência e Reserva para Aposentadoria? Em caso negativo, retorno e inclua na sua lista.
- ✓ Em que fase da vida você se encontra? Jovem, casado com filhos? Aposentado? Qual o patrimônio líquido atual?
- ✓ Alguma situação familiar ou profissional específica que mereça ser considerada?

O Planejamento Financeiro com ênfase em investimentos é, também, conhecido como Gestão dos Ativos e envolvem as mesmas três etapas da Gestão Financeira: coleta, análise e síntese das informações.

### 12.3.1. Coleta de informações

Para obter as respostas necessárias para uma adequada gestão de ativos é necessário coletar informações quantitativas e qualitativas, tais como:

- a) Identificar objetivos, necessidades e valores com implicações financeiras
- b) Identificar informações necessárias para o plano financeiro
- c) Identificar eventuais problemas legais que podem afetar o plano financeiro
- d) Determinar as atitudes e o nível de sofisticação financeira do investidor
- e) Identificar mudanças relevantes na situação pessoal e financeira do investidor
- f) Preparar as informações para possibilitar a análise

COLETA DAS INFORMAÇÕES - GESTÃO DE ATIVOS	
COLETAR INFORMAÇÕES QUANTITATIVAS	COLETAR INFORMAÇÕES QUALITATIVAS
• Informações para preparar demonstrativo detalhado dos investimentos atuais	• Determinar a experiência do investidor, suas atitudes e tendências em relação a investimentos
• Determinar a atual alocação de ativos do investidor	• Determinar os objetivos de investimento
• Identificar no fluxo de caixa os recursos disponíveis para investimentos	• Determinar a tolerância aos riscos inerentes a investimentos
	• Identificar as premissas do investidor e expectativas de retorno
	• Identificar o horizonte de tempo do investidor

Pontos básicos a serem levados em conta para que os investimentos sejam adequados:

- ✓ Analise o fluxo de receitas e despesas, bem como, a capacidade mensal de poupança. É recomendável poupar entre 10% e 30% da renda, de acordo com a fase da vida.
- ✓ Fundamental dispor de uma reserva de emergência para necessidades imediatas e imprevistas evitando o uso de crédito rotativo (cartão de crédito e cheque especial) ou qualquer tipo de dívida para financiar consumo. Recomendável que essa reserva seja de, no mínimo, três vezes o orçamento mensal, de acordo com o momento de vida e da regularidade e previsibilidade da renda.
- ✓ No planejamento da longevidade é preciso assegurar que haverá recursos suficientes para os custos básicos de moradia, alimentação e saúde (plano de saúde e acompanhante, se necessário). Quanto antes for iniciada a acumulação de recursos para o futuro, menor será o esforço, ou seja, menor será o valor destinado mensalmente para o período da aposentadoria.
- ✓ Relacione os sonhos e objetivos, valor necessário e horizonte de tempo. Exemplo: aquisição da casa própria em 5 anos. O valor necessário será o da compra à vista ou, se financiado, o valor será o correspondente ao da entrada.

Essa parte inicial é fundamental, pois de acordo com o horizonte, necessidade de liquidez, aptidão a risco, será possível escolher as aplicações financeiras mais adequadas.

Se o recurso for para compor uma reserva de emergência, por exemplo, adequado um investimento conservador (baixa volatilidade) e com liquidez diária, sendo recomendável aplicações de taxa pós-fixada, que acompanham a variação da taxa de juros básica de mercado.

Caso o objetivo do investimento seja acumulação de recursos para a aposentadoria, os investimentos com possibilidade de ganho real (acima da inflação) são importantes. Existem produtos cuja rentabilidade está atrelada a índices de inflação acrescidos de taxa de juro real. Para tentar alcançar rentabilidade maior no longo prazo, o risco de crédito e/ou risco de mercado e/ou risco de liquidez estarão presentes, e poderão ser assumidos ou não de acordo com o perfil de risco do investidor.

Importante lembrar que o Planejador Financeiro autorizado pela CVM deverá estruturar a carteira do cliente em decorrência do perfil determinado no questionário de *suitability* (adequação) e que a rentabilidade esperada deve ser condizente com o nível de risco assumido.

#### 12.3.1.1. Objetivos de vida

Os investimentos devem ser escolhidos de acordo com os objetivos de vida e do horizonte de tempo em que se pretende alcançá-los.

Investimento de curto prazo (até 1 ano): é recomendável aplicações com liquidez diária para fazer frente aos imprevistos e às necessidades imediatas.

Investimento de médio prazo (entre 1 a 5 anos): é aceitável aplicações de risco moderado, com alguma volatilidade, e/ou que não ofereçam liquidez imediata.

Investimentos de longo prazo (prazo superior a 5 anos): se compatíveis com o perfil de risco do investidor, é aceitável considerar ativos mais longos, de maior volatilidade, ou seja, de maior risco de mercado.

#### 12.3.1.2. Ciclo de vida

O ciclo de vida de uma pessoa é importante para definir em que fase da vida se encontra, qual o patrimônio existente, as expectativas em relação ao futuro e perspectivas de realização.



### 12.3.1.3. Suitability

Suitability é o procedimento obrigatório de verificar a adequação dos produtos de investimento, serviços e operações financeiras ao perfil do investidor.

De acordo com a Resolução CVM 30, as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, assim como os consultores de valores mobiliários, não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem a adequação da oferta ao perfil do investidor. Devem verificar se:

*I- o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente:*

- I- o período em que o cliente deseja manter o investimento;*
- II- as preferências declaradas do cliente quanto à assunção de riscos, e*
- III- as finalidades do investimento;*

*II- a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação; e devem analisar, no mínimo:*

- I- o valor das receitas regulares declaradas pelo cliente,*
- II- o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente, e*

*III- a necessidade futura de recursos declarada pelo cliente.*

***III- o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação. Devem analisar, no mínimo:***

*I- os tipos de produtos, serviços e operações com os quais o cliente tem familiaridade,*

*II- a natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas,*

*III- a formação acadêmica e a experiência profissional do cliente pessoa física.*

Além disso, devem considerar os custos diretos e indiretos associados aos produtos, serviços ou operações, abstendo-se de recomendar aqueles que, isoladamente ou em conjunto, impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente.

As instituições participantes de mercado, signatárias do código ANBIMA, devem avaliar e classificar o cliente em, no mínimo, três categorias de perfil de risco previamente estabelecidas, conforme a Diretriz ANBIMA de Suitability nº 1/19. Embora os consultores de investimentos autorizados pela CVM não estejam vinculados à diretriz, trata-se de um bom guia a ser observado.

Segundo a ANBIMA as categorias de perfil de risco deverão ter as características a seguir:

**Perfil 1:** investidor que declara possuir baixa tolerância a risco e que prioriza investimentos em Produtos de Investimento com liquidez;

**Perfil 2:** investidor que declara média tolerância a risco e busca a preservação de seu capital no longo prazo, com disposição a destinar parte de seus recursos a investimentos de maior risco; e

**Perfil 3:** investidor que declara tolerância a risco e aceita potenciais perdas em buscar de maiores retornos.

Os participantes de mercado devem analisar e classificar as categorias de produtos com que atuam, identificando as características que possam afetar sua adequação ao perfil do cliente, considerando, no mínimo:

- I– os riscos associados ao produto e seus ativos subjacentes;
- II– o perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao produto;
- III– a existência de garantias; e
- IV– os prazos de carência.

### 12.3.2. Análise dos Dados

A análise permite considerar oportunidades e restrições potenciais e avaliar informações para formular estratégias. Os objetivos são:

- ✓ Analisar os objetivos, necessidades, valores e informações do cliente para priorizar os componentes do planejador financeiro;
- ✓ Considerar as interrelações entre componentes de planejamento financeiro;
- ✓ Considerar as oportunidades e restrições e avaliar as informações coletadas em todos os componentes do planejamento financeiro;
- ✓ Considerar o impacto do ambiente econômico, político e regulatório;
- ✓ Medir o progresso em direção à conquista dos objetivos do plano financeiro.

Para atingir esses objetivos é necessário considerar as oportunidades e restrições e avaliar as informações:

ANÁLISE DE DADOS GESTÃO DE ATIVOS	
CONSIDERAR OPORTUNIDADES E RESTRIÇÕES POTENCIAIS PARA FORMULAR ESTRATÉGIAS	AVALIAR AS INFORMAÇÕES PARA DEFINIR ESTRATÉGIAS
• Calcular a taxa de retorno requerida para atingir os objetivos	• Avaliar se as expectativas de retorno são compatíveis com a tolerância ao risco
• Determinar as características dos investimentos existentes	• Avaliar se os ativos existentes são compatíveis com a tolerância ao risco e a taxa de retorno requerida
• Determinar implicações da compra e venda de ativos	
• Considerar possíveis estratégias de investimento	

### 12.3.2.1. Tipos de risco

Todo investimento tem determinado tipo de risco a ele associado, em maior ou menor escala. É necessário conhecer os tipos de risco mais frequentes para escolha do(s) produto(s) de investimento de acordo com os objetivos.

**Risco de Crédito** – Risco de que a contraparte na transação não honre sua obrigação nos termos e condições do contrato, ou seja, não receber o pagamento dos rendimentos ou do resgate do título na data do vencimento. Para reduzir esse risco, é possível verificar o rating da operação, conforme classificação de uma agência de risco como a Standard & Poors, Fitch e Moody's.

**Risco de Mercado** – Risco de desvalorização dos ativos decorrente da oscilação da taxa de juros, da taxa de câmbio, dos preços de ações ou mercadorias negociadas no mercado. Também associado aos derivativos, que podem ser utilizados para transferência de risco ou assunção de risco.

**Risco de Liquidez** – Risco de o investidor tornar-se incapaz de honrar suas obrigações, por não conseguir vender ativos rapidamente, por um preço justo. Por exemplo, dificuldade de vender uma posição de ações pouco líquidas; as poucas ofertas de compra se apresentam com preços bem inferiores aos negociados em pregões anteriores. O risco de liquidez é característico do investimento em ativos imobiliários e aplicações com carência.

**Risco de Concentração:** concentrar a carteira em títulos e valores mobiliários de um mesmo emissor pode acarretar risco de liquidez dos respectivos ativos. Alterações da condição financeira de uma companhia ou de um grupo de companhias, alterações na expectativa de desempenho/resultados das companhias e da capacidade competitiva do setor investido podem, isolada ou cumulativamente, podem afetar adversamente o preço e/ou rendimento dos ativos/setores recomendados.

Risco decorrente do uso de Derivativos: a alocação em derivativos pode gerar perdas decorrentes da volatilidade dos ativos subjacentes, limitar as possibilidades de retornos nas alocações, bem como provocar perdas significativas, por vezes, superiores ao patrimônio investido. Mesmo que a utilização de derivativos seja de proteção das carteiras, existe o risco de as posições não representarem um hedge perfeito ou suficiente para evitar perdas. No caso de estratégia de alavancagem, os riscos podem aumentar significativamente, resultando inclusive, em perda patrimonial superior ao principal, inclusive com obrigação de aporte de recursos adicionais.

### 12.3.3. Síntese

A terceira etapa do planejamento financeiro é sintetizar as informações para avaliar e formular estratégias para elaborar um plano financeiro. Os objetivos são:

- ✓ priorizar as recomendações provenientes dos componentes de planejamento financeiro para otimizar a situação do cliente;
- ✓ consolidar as recomendações e próximos passos em um plano financeiro;
- ✓ determinar o ciclo adequado de revisão do plano financeiro.

SÍNTSE – GESTÃO DE ATIVOS
FORMULAR E AVALIAR ESTRATÉGIAS PARA ELABORAR UM PLANO FINANCEIRO
• Formular estratégias de gestão de ativos
• Avaliar as vantagens e desvantagens de cada estratégia da gestão de ativos
• Otimizar as estratégias para apresentar recomendações de gestão de ativos
• Priorizar as etapas para auxiliar a implementação das recomendações

Ao finalizar o planejamento o investidor terá acesso a uma indicação de alocação de produtos e os respectivos percentuais de acordo com objetivos pessoais, idade, perfil de risco, conhecimento do mercado.

Essa alocação deve ser revista periodicamente com o objetivo de rebalanceamento dos percentuais por classe de ativo, se necessário.

### 12.3.4. Heurísticas e Vieses Comportamentais do Investidor

É comum um investidor buscar a ajuda de um planejador financeiro e não conseguir implementar o que foi acordado e planejado. Segundo as finanças comportamentais, as pessoas são, em grande número, “previsivelmente irracionais”, sendo guiadas por heurísticas e vieses comportamentais. Vamos conhecer as principais heurísticas e vieses do investidor.

<b>ANCORAGEM</b>	Decisões com base em informações e conhecimentos prévios ou pré-concebidos, independentemente de sua relevância para o que é decidido ou estimado. A mente precisa de um ponto de referência para basear suas estimativas e julgamentos. Exemplo: o investidor se ancora no preço de compra de uma ação ao tomar a decisão de manter ou não o investimento. O efeito resultante pode ser a manutenção de uma posição perdedora à espera de uma recuperação até o preço original, mesmo que as perspectivas futuras não indiquem tal possibilidade.
<b>AVERSÃO À PERDA</b>	É um viés em que as pessoas atribuem maior importância às perdas do que aos ganhos, induzindo-os frequentemente a correr mais riscos no intuito de tentar reparar eventuais prejuízos. Exemplo: manutenção de Investimentos não lucrativos e venda de investimentos com ganho.
<b>ENQUADRAMENTO (framing)</b>	Influência da forma como as alternativas ou o problema é apresentado sobre a decisão de investimento
<b>FALÁCIA DO JOGADOR</b>	Esse viés se origina de uma falha em compreender a noção de independência estatística e que nos faz “calcular” a possibilidade de um acontecimento com base na quantidade de vezes que ele já ocorreu. Exemplo: investidores que decidem manter em carteira ativos cujo valor vem caindo seguidamente, sem se preocupar em compreender o motivo da desvalorização, pois acreditam que algum processo aleatório fará o preço do ativo se valorizar.
<b>VIÉS DA CONFIRMAÇÃO</b>	Descreve a tendência de as pessoas interpretarem informações de forma a confirmar suas próprias convicções. Ao confrontar um conhecimento novo com aquilo que já se sabia, o peso maior será para suas crenças e certezas. Exemplo: se um investidor teve uma má experiência com um determinado tipo de aplicação, a informação que recebe confirmando aquela impressão tem maior valor para ele do que outra contradizendo a sua opinião, ainda que esteja baseada em dados insuficientes para uma avaliação consistente.
<b>LACUNAS DE EMPATIA</b>	Refere-se ao fato de a capacidade de interpretar os acontecimentos estar profundamente dependente do estado emocional do investidor.  Exemplo: arrependimento de determinadas escolhas feitas no calor da emoção.
<b>AUTOCONFIANÇA EXCESSIVA</b>	Confiar excessivamente em seus próprios conhecimentos e opiniões, além de superestimar sua contribuição pessoal para a tomada de decisão, tendendo a acreditar que sempre está certa em suas escolhas e atribuindo seus eventuais erros a fatores externos.
<b>EFEITO DE ENQUADRAMENTO</b>	Descreve como a tomada de decisão pode ser afetada pela maneira como o problema é formulado ou pela forma como as opções são apresentadas (enquadradas).

Fonte: Série CVM Comportamental – Vieses do Investidor

Tendo em vista tantos vieses a que estamos sujeitos é imprescindível tomarmos alguns cuidados ter sucesso nos investimentos no curto, médio e longo prazo, tais como:

- ✓ pesquisar sobre o tema em fontes confiáveis;
- ✓ perguntar a quem reconhecidamente conhece o assunto;
- ✓ discutir suas ideias com pessoas que tenham posições diferentes e saber os motivos que embasaram suas decisões de investimento, a fim de analisar a mesma questão de outros pontos de vista.
- ✓ optar pelo apoio de um planejador financeiro, que irá apoiá-lo na implementação do seu planejamento financeiro.

## 12.4. O Planejador Financeiro Certificado

---

O Planejamento Financeiro é um multiespecialista com visão estratégica e conhecimentos de gestão financeira, investimentos, gerenciamento de riscos e proteções, planejamento da aposentadoria, tributos sobre renda e investimentos e sucessão patrimonial.

O Planejador Financeiro Certificado detém a certificação *Certified Financial Planner – CFP®*, uma certificação de distinção que concede, aos profissionais certificados, padrão internacional de conduta ética e responsabilidade na prestação de serviços de planejamento financeiro pessoal.

A profissão de planejador financeiro certificado surgiu nos Estados Unidos, na década de 80. Em 2004, com o crescimento da certificação em outros países, foi criado o Financial Planning Standards Board – FPSB, responsável pela divulgação, gerenciamento e controle do uso da marca CPF® fora dos Estados Unidos. Hoje o FPSB congrega e supervisiona entidades afiliadas de planejamento financeiro em 26 países, com mais de 180 mil profissionais certificados.

A Planejar – Associação Brasileira de Planejadores Financeiros, que sucedeu em novembro de 2016 o antigo IBCPF – Instituto Brasileiro de Certificação de Profissionais Financeiros, fundado em maio de 2000 por iniciativa de profissionais da área

financeira, é uma entidade associativa que tem como principal objetivo a educação financeira de profissionais e pessoas, acreditando que essa formação é transformadora na vida das pessoas. Representa no Brasil, com exclusividade, a certificação CFP® (*Certified Financial Planner*) presente em 26 países no mundo e congregando mais de 180 mil profissionais certificados.

No Brasil, a Planejar representa a Certificação CFP® e concede a certificação para profissionais que atendam aos padrões mundiais desta certificação, representados nos 4 E's: Exame, Educação, Experiência e Ética.

**Exame:** todos devem ser aprovados no exame aplicado sob a supervisão da entidade afiliada ao FSPB em cada país, no Brasil, a Planejar.

**Ética:** adesão obrigatória ao Código de Conduta Ética e Responsabilidade Profissional da Planejar.

**Educação:** além de formação acadêmica, a educação continuada é necessária para a manutenção da certificação pelos profissionais certificados.

**Experiência Profissional:** comprovar experiência profissional mínima de 3 anos (não supervisionada) ou 1 ano (supervisionada) no relacionamento direto com clientes pessoas físicas, em uma ou mais áreas do escopo da cerificação.

O profissional CFP® atua como consultor que avalia objetivos, expectativas e necessidades de cada cliente visando desenvolver, apresentar e executar (quando aplicável), estratégias de planejamento financeiro adequadas ao perfil do cliente. Para atuar como consultor de investimentos, o planejador financeiro deve obter autorização da CVM para exercer essa atividade de forma remunerada.

#### 12.4.1. Perfil de Competências do Planejador Financeiro do FPBS

O Perfil de Competências do Planejador Financeiro descreve as capacidades, as habilidades, as atitudes, os juízos e o conhecimento que o profissional de planejamento financeiro utiliza ao trabalhar com clientes o planejamento financeiro pessoal e/ou familiar.



Para proporcionar de maneira competente um planejamento financeiro a um cliente, o planejador precisa combinar a capacidade de executar as tarefas de planejamento financeiro (definidas em Capacidades do Planejador Financeiro) usando as habilidades profissionais adequadas (definidas em Habilidades Profissionais do Planejador Financeiro), recorrendo a seu conhecimento de questões de planejamento financeiro (definidas no Conjunto de Conhecimentos do Planejador Financeiro). A combinação eficaz de capacidades, habilidades e conhecimento é o que define como competente o desempenho do profissional de planejamento financeiro. Vamos abordar essas etapas separadamente.

#### 12.4.2. Capacidades do Planejador Financeiro

As Capacidades do Planejador Financeiro definem o conjunto de competências requeridas de um profissional de planejamento financeiro e descrevem as diversas tarefas que os profissionais de planejamento financeiro devem ser capazes de realizar no decorrer de trabalhos de planejamento financeiro para clientes, qualquer que seja o tipo, o contexto ou sua localização. O profissional de planejamento financeiro utiliza uma ou mais capacidades, além de habilidades, atitudes, juízos e conhecimento relacionados ao trabalho, para fornecer com competência um planejamento financeiro aos clientes.



As capacidades do Planejador Financeiro foram classificadas nas três Funções de Planejamento Financeiro:

**Coleta** - Durante essa fase o profissional de planejamento financeiro coleta as informações necessárias para preparar um plano financeiro. A coleta vai além da simples reunião de informações, incluindo também a identificação de fatos relacionados, por meio de cálculos requeridos e a ordenação das informações do cliente para análise. Exemplo: determinar a renda complementar ao benefício da previdência social na aposentadoria e calcular o valor da reserva disponível para esse fim.

**Análise** - Durante essa fase o profissional de planejamento financeiro identifica e considera problemas, faz análise financeira e avalia as informações resultantes para poder formular estratégias para o cliente.

**Síntese** - O profissional de planejamento financeiro sintetiza as informações para formular e avaliar estratégias para criar um plano financeiro e apresentar ao cliente.

#### 12.4.3. Habilidades Profissionais do Planejador Financeiro

As Habilidades Profissionais descritas no Perfil de Competências do Planejador Financeiro identificam as habilidades que o profissional de planejamento financeiro deve ter para aconselhar os clientes em trabalhos de planejamento financeiro e que envolvem alto grau de confiança, incerteza, complexidade e acordo mútuo com clientes de vários tipos, ou na interação com colegas ou outras pessoas na condição de profissional.

As habilidades profissionais requeridas de um profissional de planejamento financeiro foram classificadas em quatro áreas:

### 1. Responsabilidade profissional

### 2. Prática

### 3. Comunicação

### 4. Cognição

O quadro apresenta as atividades esperadas para cada uma das quatro áreas.

RESPONSABILIDADE PROFISSIONAL	PRÁTICA	COMUNICAÇÃO	COGNIÇÃO
Estabelece confiança em todas as relações profissionais	Cumpre as leis e regulamentos pertinentes a serviços financeiros	Estabelece uma boa conexão com o cliente e outras pessoas	Aplica métodos e fórmulas matemáticas conforme adequado
Atua no interesse do cliente ao prestar serviços profissionais	Segue o código profissional de ética e os padrões de prática	Apresenta raciocínios lógicos e persuasivos	Analisa e integra informações de várias fontes para chegar a soluções
Demonstra discernimento ético	Faz juízos adequados nas áreas não tratadas pelas normas práticas existentes	Comunica informações e ideias verbalmente de forma compreensível para o cliente e outras pessoas	Usa lógica e raciocínio para avaliar os pontos fortes e fracos de possíveis linhas de ação
Demonstra honestidade intelectual e imparcialidade	Mantém-se a par de mudanças nos ambientes econômico, político e regulatório	Consegue obter a concordância do cliente e de outras pessoas	Toma decisões fundamentadas quando conta com informações incompletas ou incoerentes
Reconhece os limites da competência e, quando cabível, busca a opinião de outros profissionais ou encaminha o cliente a eles	Exerce responsabilidade pela capacidade sua ou da empresa de prestar serviços ao cliente ao longo de todo o trabalho	Comunica informações e ideias por escrito de forma compreensível para o cliente e outras pessoas	Demonstra capacidade de adaptar seu pensamento e comportamento
Reconhece o papel de interesse público da profissão e age de acordo com isso	Realiza pesquisas adequadas ao fazer análises e formular estratégias	Lida com objeções e reclamações de maneira eficaz	
	Exerce autonomia e iniciativa no desempenho das atividades profissionais	Dá atenção ao que o cliente e outras pessoas dizem e não se apressa para entender os pontos levantados	
	Aprende continuamente para assegurar a atualização do conhecimento e habilidades		

#### 12.4.4. Conjunto de Conhecimentos do Planejador Financeiro

A capacidade de atuar de maneira eficaz como profissional de planejamento financeiro exige domínio do conhecimento teórico e prático em amplo leque de tópicos de planejamento financeiro e afins. Na sequência, necessário aliar esse conhecimento às habilidades e capacidades profissionais para proporcionar planejamento financeiro competente.

O conjunto de conhecimentos do Planejador Financeiro identifica a base de conhecimento exigida para fazer o planejamento financeiro de clientes ou para interagir com colegas ou outros na condição de profissional.

### 12.5. Conclusão

---

Neste capítulo, alguns conhecimentos práticos foram levantados como forma de auxiliar o indivíduo a realizar um planejamento financeiro. O investidor pode, também, buscar a ajuda de um planejador financeiro para criar o seu plano. As recomendações para o sucesso no planejamento são:

- ✓ **Estabelecer metas mensuráveis** – qual o objetivo específico, qual o montante de recursos financeiros necessário para atingir o objetivo? qual o montante disponível?
- ✓ **Entender os efeitos de cada decisão financeira** – as decisões financeiras são inter-relacionadas porque o dinheiro é limitado. Uma decisão de investir nos estudos dos filhos por afetar as metas de aposentadoria.
- ✓ **Reavaliar periodicamente a situação financeira** – o planejamento financeiro é um processo dinâmico. Os objetivos financeiros podem mudar no decorrer dos anos devido a mudanças no estilo de vida ou fatos como, por exemplo, recebimento de herança, casamento, nascimento de filho, compra de casa ou mudança de emprego. Por isso é necessário revisar o planejamento financeiro para garantir os objetivos ao longo do tempo.
- ✓ **Começar o planejamento o mais cedo possível** – quanto mais cedo começar, mais rápido será possível atingir os objetivos financeiros. Com os hábitos de

controlar despesas em um bom orçamento, poupar sistematicamente, planejar e rever as finanças periodicamente, as pessoas estarão preparadas para lidar com as emergências e as mudanças da vida.

- ✓ **Ser realista com as expectativas** – ao fazer simulações avalie frequentemente a inflação, a taxa de juro real vigente, de forma a se aproximar dos resultados esperados. E não se esqueça de gerenciar os custos de investir, eles reduzem sua rentabilidade e o montante acumulado no futuro.
- ✓ **Procurar ajuda de um profissional experiente** – da mesma forma que procuramos um médico quando queremos cuidar da sua saúde, avalie a oportunidade de procurar um profissional para aconselhamento acerca do planejamento financeiro.
- ✓ **Ser protagonista da vida financeira** – as pessoas precisam entender o impacto das decisões e escolhas que estão fazendo, questionar as recomendações que recebem, fazer perguntas e decidir o que é melhor para o seu contexto pessoal. Importante manter o controle de nossa vida financeira, mesmo quando contamos com o apoio de especialistas.

Planejamento Financeiro transforma a vida das pessoas!

# REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

## CAPÍTULO 1

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais.

São Paulo: FIPECAFI/USP, 1999.

ASSAF NETO, A. Mercado financeiro. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). Acesso em: outubro de 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno CVM nº 01. Rio de Janeiro, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: [www.gov.br/investidor](http://www.gov.br/investidor). Acesso em: abril de 2024.

CONSELHO DE CONTROLE DE ATIVIDADES FINANCEIRAS. Disponível em:

[www.coaf.fazenda.gov.br](http://www.coaf.fazenda.gov.br). Acesso em: setembro de 2012.

FORTUNA, E. Mercado financeiro, produtos e serviços. 16. ed. Rio de Janeiro:

Qualitymark, 2005.

SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS. Disponível em: <https://www.gov.br/susep/pt-br>. Acesso em: maio de 2024.

## CAPÍTULO 2

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). Acesso em: outubro de 2012.

BM&FBOVESPA. Disponível em: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br). Acesso em: outubro de 2012.

BOVESPA. Folheto Clube de investimento [folheto].

BRASIL. Presidência da República. Disponível em: [www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br). Acesso em: setembro de 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: [www.gov.br/investidor](http://www.gov.br/investidor). Acesso em: abril de 2024.

## CAPÍTULO 3

ANBIMA. Como investir? Disponível em: [www.comoinvestir.com.br](http://www.comoinvestir.com.br). Acesso em: outubro de 2012.

B3. ETFs Listados. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/etfs-listados/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/etfs-listados/). Acesso em: abril de 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: [www.investidor.gov.br](http://www.investidor.gov.br). Acesso em: setembro de 2012.

## CAPÍTULO 4

BM&FBOVESPA. Como e por que tornar-se uma companhia aberta. São Paulo, 2009. BM&FBOVESPA. Introdução ao mercado de capitais. São Paulo, 2012.

BM&FBOVESPA; PwC. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO). São Paulo, 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno CVM nº 8. Rio de Janeiro, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: [www.gov.br/investidor](http://www.gov.br/investidor). Acesso em: abril de 2024.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. A busca da convergência da contabilidade aos padrões internacionais. Brasília: CFC, 2009.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. Disponível em :

[www.cfc.org.br](http://www.cfc.org.br). Acesso em: fevereiro de 2013.

## CAPÍTULO 5

ALMEIDA, R. J. Supremacia na fruição de benefícios da empresa aos stakeholders e a teoria de finanças. Tese de Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

BRANDÃO, C. E. Lessa. Sustentabilidade e governança corporativa. In: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Uma década de governança corporativa: história do IBGC, marcos e lições da experiência. São Paulo: Saint Paul: Saraiva 2006. p.87-94.

FRENTROP, P. A history of corporate governance: 1602-2002. Amsterdam: Deminor, 2002.

HOBSBAWM, E. Era dos extremos: o breve século XX 1914-1991. São Paulo:

Companhia das Letras, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Uma década de governança corporativa: história do IBGC, marcos e lições da experiência. São Paulo: Saint Paul: Saraiva, 2006.

\_\_\_\_\_. Transações entre partes relacionadas. São Paulo: IBGC, 2014. (Série Cartas Diretrizes, 4).

\_\_\_\_\_. Casos Práticos em Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração. São Paulo: 2014. (Série Estudos de Caso, 4).

\_\_\_\_\_. Código das melhores práticas de governança corporativa. São Paulo: IBGC, 2015, 5<sup>a</sup> edição.

\_\_\_\_\_. Orientações sobre comitês de auditoria: melhores práticas no assessoramento ao conselho de administração. São Paulo: IBGC/IBRACON, 2017.

\_\_\_\_\_. Compliance à luz da governança corporativa / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP : IBGC, 2017. (Série: IBGC Orienta).

\_\_\_\_\_. Gerenciamento de riscos corporativos: evolução em governança e estratégia: São Paulo: IBGC, 2017. (Série Cadernos de Governança Corporativa, 19).

\_\_\_\_\_. O papel do conselho de administração na estratégia das organizações. São Paulo: IBGC, 2017. (Série IBGC Orienta).

\_\_\_\_\_. Auditoria interna: aspectos essenciais para o conselho de administração. São Paulo: IBGC: 2018.

MORCK, Randall K. (Org.) A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers. Chicago: University of Chicago Press; Londres: National Bureau of Economic Research, 2005.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma. São Paulo: Saraiva, 2006.

## CAPÍTULO 6

BOVESPA; IBRI. Guia de relações com investidores. São Paulo, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: [www.gov.br/investidor](http://www.gov.br/investidor). Acesso em: abril de 2024.

## CAPÍTULO 7

ANBIMA. Com investir? Disponível em: [www.comoinvestir.com.br](http://www.comoinvestir.com.br). Acesso em: outubro de 2012.

BM&FBOVESPA .Como e por que tornar-se uma companhia aberta: utilizando o mercado de capitais para crescer. São Paulo, 2009.

BM&FBOVESPA. Disponível em : [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br). Acesso em: setembro de 2012.

BM&FBOVESPA; PwC. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO) ;início de uma nova década de crescimento. 1. ed. São Paulo, 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: [www.gov.br/investidor](http://www.gov.br/investidor). Acesso em: abril de 2024.

## CAPÍTULO 8

B3. Disponível em: [www.b3.com.br](http://www.b3.com.br). Acesso em: maio de 2024.

CÂMARA DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA. Como Investir. Disponível em: [www.cetip.com.br](http://www.cetip.com.br). Acesso em: outubro de 2012.

CETIP. Instrumentos Financeiros. Disponível em: [www.cetip.com.br](http://www.cetip.com.br). Acesso em: setembro de 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: [www.gov.br/investidor](http://www.gov.br/investidor). Acesso em: maio de 2024.

## CAPÍTULO 9

BANCO BM&FBOVESPA. Disponível em: [www.bmfbovespa.com.br/banco](http://www.bmfbovespa.com.br/banco). Acesso em: fevereiro de 2013.

B3. Disponível em: [www.b3.com.br](http://www.b3.com.br). Acesso em: junho de 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Disponível em: [www.gov.br/investidor](http://www.gov.br/investidor). Acesso em: junho de 2024.

## CAPÍTULO 10

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno CVM nº 09. Rio de Janeiro, 2009.

B3 Educação. Conheça Derivativos e suas Estratégias. Disponível em: <https://edu.b3.com.br/>.

## CAPÍTULO 11

DAMODARAN, ASWATH. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação de valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FROST, ALFRED JOHN & PRETCHER, ROBERT R. Elliot Wave Principle. Wiley, 1999.

GITMAN, LAURENCE J. Princípios de Administração Financeira. Porto Alegre: Bookman, 2001.

HAMILTON, William Peter. The Stock Market Barometer. New York, Wiley, 1998. 1ª edição, Harper, 1922.

NISON, STEVE. Japanese Candlestick Charting Techniques. New York Institute 1991.

NORONHA, Márcio. Análise Técnica: Teorias Ferramentas Estratégicas. EDITEC, 1990.

ROSS, STEPHEN A. ET ALII. Princípios de Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2002.

WILLIAMS, JOHN B. The Principles of Investment Value, Harvard University Press, 1938.

## CAPÍTULO 12

ANBIMA. Diretriz Anbimade Suitabilityno. 1/2019. Disponível em: [http://www.anbima.com.br/pt\\_br/autorregular/codigos/distribuicao-de-produtos-de-investimento.htm](http://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/distribuicao-de-produtos-de-investimento.htm) Acesso em 10/03/2019.

CVM. Instrução CVM 539: Suitability. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislação/resolucoes/resol030.html>. Acesso em maio de 2024.

PLANEJAR. Perfil de Competências do Planejador Financeiro. Disponível em:

<https://www.planejar.org.br/> . Acesso em 01/03/2019.

PLANEJAR. Melhores Práticas de Planejamento Financeiro. Disponível em: <https://www.planejar.org.br/> . Acesso em 01/03/2019.

PORTAL DO INVESTIDOR. Vieses do Investidor. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cvm-comportamental>. Acesso em maio de 2024.

PORTAL DO INVESTIDOR. Vieses do Consumidor. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cvm-comportamental>. Acesso em maio de 2024.

PORTAL DO INVESTIDOR. Vieses do Poupador. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cvm-comportamental>. Acesso em maio de 2024.

**VENDA PROIBIDA**



*Comissão de Valores Mobiliários*