

MARCOS CAVALCANTE DE OLIVEIRA

Moeda, Juros e Instituições Financeiras
Regime Jurídico

IVO WAISBERG
Biblioteca Particular



Rio de Janeiro
2006

Capítulo I

Funções e papéis do Sistema Financeiro na economia nacional

“Para o estudo racional do direito, o homem da toga preta pode ser o homem do presente, mas o homem do futuro é o homem da estatística e o mestre de economia.”

Oliver Wendell Holmes Jr.

1. Unidades produtoras e unidades consumidoras

Os economistas costumam dividir as pessoas que atuam na economia em duas categorias básicas: unidades produtoras e unidades consumidoras.

Unidades produtoras são as pessoas físicas ou jurídicas que produzem e vendem bens e serviços, assim como os próprios trabalhadores que oferecem sua mão-de-obra e os proprietários de recursos que arrendam suas terras ou vendem matérias-primas para as empresas.

Unidades consumidoras são todas as pessoas físicas ou jurídicas que adquirem bens e serviços, sejam estes destinados ao consumo final – por exemplo, um quilo de bananas ou um corte de cabelos – ou, então, bens ou serviços intermediários, tais como mão-de-obra, capital e matéria-prima.

Do ponto de vista da teoria econômica, a classificação de uma pessoa como produtora ou consumidora depende exclusivamente da transação específica realizada, em cada momento. Uma mesma pessoa pode ser, e normalmente isto acontece, ora consumidora, ora produtora. Tudo depende do negócio que está sendo analisado.

Note-se que este conceito econômico não é equiparável às definições de consumidor e fornecedor do direito brasileiro, em que os arts. 2º e 3º da Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor), definem *consumidor* como “*toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final*” e *fornecedor* como toda pessoa que desenvolve “*atividades de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestações de serviços*”.

O chamado Código de Defesa do Consumidor adota o conceito que Cláudia Lima Marques chamou de “finalista” para definir “consumidor”. Restringe a proteção da le-

gislação especial àquelas pessoas que são as destinatárias *finais* dos bens e serviços, assim entendidas aquelas que recebem o bem para retirá-lo do mercado, dando-lhe última aplicação econômica, tal como no caso das pessoas físicas que adquirem os bens ou serviços para uso próprio e de sua família.¹

Assim, no direito brasileiro, não são consideradas como relações de consumo as contratações em virtude das quais as partes, os bens e os serviços adquiridos são destinados à produção de outros bens e serviços.

Note-se que esta distinção entre a “teoria econômica” e o direito brasileiro não significa que um tenha se afastado do outro, mas tão-somente que ambos se utilizam do mesmo título para representar significados e realizar objetivos diferentes. A teoria econômica considera consumidor aquele que adquire um bem e, com isso, participa do processo de circulação do mesmo. O direito do consumidor brasileiro, por sua vez, define consumidor como pré-requisito para estabelecer o campo de incidência de aplicação das normas jurídicas especiais, destinadas à proteção das pessoas que se encontram em situações de vulnerabilidade.²

2. Fluxos na economia

A função básica da economia numa sociedade é alocar recursos escassos – terra, trabalho, capacidade de gerenciamento etc. – à produção dos bens e serviços de que as pessoas necessitam. Em grande parte, a qualidade de vida das pessoas depende de a economia produzir diariamente uma substancial quantidade de comida, moradia, transporte, energia, comunicações, bens culturais e milhares de outras utilidades de que nos valemos, na maioria das vezes sem nem mesmo percebermos quão essenciais elas são para o nosso padrão de vida.

A produção e distribuição desses bens e serviços na economia é uma atividade extremamente complexa. Exige que os escassos recursos indispensáveis a esta produção sejam encontrados na hora certa, levados até o local necessário para serem combinados com trabalho desenvolvido conforme técnicas adequadas e depois transferidos para o local onde devem ser consumidos, tudo isso dentro de um intervalo de tempo e a um custo que sejam compatíveis com a necessidade e os desejos dos consumidores.

A Figura 2-1: “fluxos de produção e pagamentos na economia” resume o funcionamento básico da economia de qualquer país. Os processos econômicos combinam recursos diversos – terra, trabalho, máquinas, *softwares* etc. – para produzir bens e serviços que são vendidos às pessoas físicas e jurídicas em troca de pagamentos.

1 MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor*, 4ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002, p. 254.

2 Art. 4º da Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990.

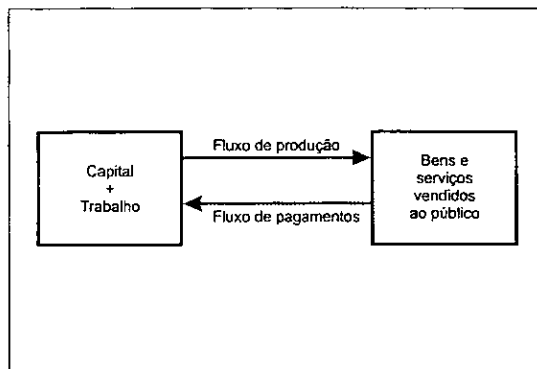


Figura 2-1: “fluxos de produção e pagamentos na economia”

Versão mais adequada do mesmo fenômeno é apresentada na Figura 2-2: “fluxos de produção, consumo, serviços e receitas na economia”. Nela, procura-se demonstrar que há um movimento circular entre as unidades que produzem bens e serviços e as unidades que consomem estes mesmos bens e serviços.

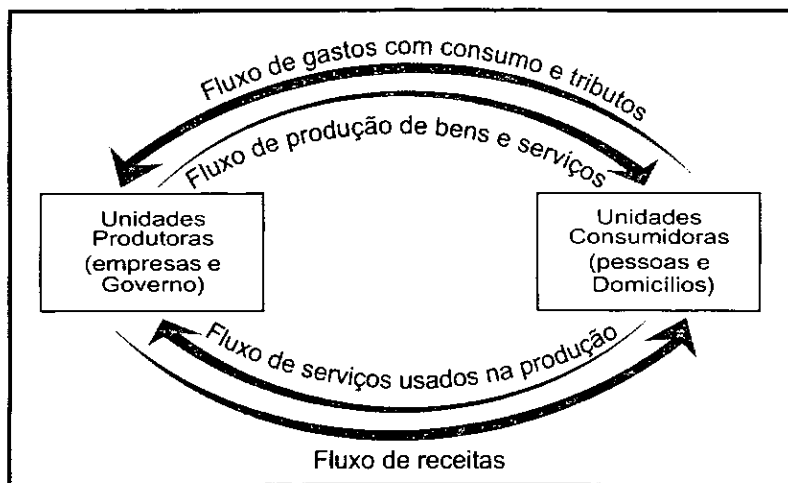


Figura 2-2: “fluxos de produção, consumo, serviços e receitas na economia”

As pessoas naturais, isoladamente ou em unidades familiares, são normalmente provedoras do trabalho, habilidades gerenciais e recursos naturais, adquiridos pelas empresas ou pelos governos – federal, estadual e municipal –, que pagam a essas pessoas receitas na forma de salários. Empresas e governos, então, combinam esses insumos com o capital necessário e produzem bens e serviços que são vendidos às famílias, as quais pagam por esses bens e serviços na forma de preços ou tributos. Daí por que, normalmente, se refere às pessoas naturais e às famílias como “unidades consumidoras” e às empresas e governos como “unidades produtoras”.

3. Conceito de mercado na economia

Um dos conceitos econômicos mais falados na imprensa e no debate político de nossos tempos é o *mercado*. Mas, o que é *mercado*?

Mesmo que se deixe de lado os significados mais corriqueiros da palavra e se apege às suas aplicações no campo da economia e do direito, ainda assim existem dois sentidos em que se pode falar em mercado.

O sentido mais amplo em que normalmente a palavra *mercado* é empregada refere-se ao agregado de pessoas que têm a habilidade e o desejo de comprar e vender determinado bem ou serviço; ou, em outras palavras, mercado é o grupo de todas as unidades produtoras e consumidoras de um determinado bem que, por meio de suas reais ou potenciais interações, determina o seu preço.

Mercado em sentido amplo =
combinação da oferta e da demanda que reúne vendedores e compradores de determinados bens econômicos.

Neste primeiro sentido, o mercado não é um espaço físico, nem um ambiente virtual, mas um fenômeno social e econômico; é um meio que homens e mulheres desenvolveram para alocar na sociedade recursos escassos, relativamente à sua demanda. Mercado é o encontro de compradores e vendedores de recursos materiais, de trabalho, capital etc.

Mercado em sentido estrito =
ambiente onde se procedem as trocas entre bens e serviços.

É desse encontro que surge a determinação dos bens e serviços que serão produzidos e em quais quantidades o serão. Isto é feito pelo mecanismo dos preços, por meio do qual são coordenadas as decisões de produtores e consumidores no mercado. Preços altos tendem a reduzir a demanda pelo bem ou serviço e encorajam a produção. Por outro lado, preços menores estimulam o consumo, mas não estimulam os produtores. Do jogo de forças entre uns e outros, chega-se a um equilíbrio.

É a este sentido de “mercado” que se deve entender o art. 219 da Constituição Federal, que afirma:

“o mercado interno integra o patrimônio nacional e será incentivado de modo a viabilizar o desenvolvimento cultural e socioeconômico, o bem-estar da população e a autonomia tecnológica do país, nos termos de lei federal”.

Nenhuma sociedade repousa exclusivamente nos mercados como meio de distribuição de renda. A ordem jurídica, no interesse da preservação de outros bens que não os meramente patrimoniais, estabelece limites à atuação desses mercados, inibindo parcialmente seu papel de determinador de preços, quantidades e distribuição de renda. Além disso, os governos intervêm no processo econômico por intermédio de políticas públicas variadas, produzindo bens e serviços para os quais dificilmente os mercados proveriam solução – por exemplo, o serviço de prestação jurisdicional. Por outro lado, como evidência a evolução política e econômica dos países do Leste Europeu e da China, é praticamente impossível atender às necessidades da sociedade sem a existência de mercados operando na economia.

O segundo e mais restrito sentido em que o conceito de mercado é usado refere-se ao ambiente onde se procede às trocas entre bens e serviços, seja diretamente, seja por intermédio de interpostas pessoas. Assim, por exemplo, é o lugar onde atacadistas e varejistas trocam diretamente entre si gêneros alimentícios e outras mercadorias. Também é “mercado”, neste sentido, a Bolsa de Valores, onde ações de companhias abertas são compradas e vendidas diariamente por intermédio de corretores especialmente credenciados.

O que nem sempre é tão evidente ao observador comum é que este “ambiente” – ao contrário do que nos sugerem os grandes entrepostos comerciais ainda existentes nas cidades brasileiras – desde o final dos anos 80 não precisa mais ser físico. Os maiores “mercados” do mundo já não são mais “lugares”, espaços físicos delimitados. O lugar feito de ferro, barro e cimento cedeu para o “espaço virtual”, para o ambiente das transações eletrônicas feitas não mais por intermédio de pessoas que se olham, mas pela intermediação das redes de computadores.

Um exemplo palpável disso é a comparação entre a CEAGESP e a BM&F.

A CEAGESP – Companhia de Entrepostos e Armazéns Gerais de São Paulo – atua na área do abastecimento de hortigranjeiros e pescados e na armazenagem de grãos e outros produtos. É o maior centro de comercialização de hortigranjeiros do Brasil, o primeiro do mundo em movimentação comercial e o terceiro em área física, constituindo-se também na maior rede armazenadora oficial de produtos a granel e ensacados do país. Cerca de dez mil toneladas de gêneros alimentícios são comercializados diariamente na CEAGESP. Uma verdadeira cidade instalada em 650 mil m², com movimento diário de mais de 50 mil pessoas, 10 mil veículos e aproximadamente cinco milhões de dólares em vendas.

A BM&F – Bolsa de Mercadorias & Futuros – é uma associação cujo objetivo principal é efetuar o registro, a compensação e a liquidação, física e financeira, das operações realizadas em pregão e em sistema eletrônico para negociação de títulos e contratos que possuam como referência ativos financeiros, índices, indicadores, taxas, mercadorias e moedas, nas modalidades à vista e de liquidação futura. Num dia normal, a BM&F pro-

cessa algo em torno de 12.000 negócios, no valor total de US\$ 30 milhões – seis vezes mais do que os valores negociados na CEAGESP no mesmo dia.

Outro ponto importante a se destacar é que ao se definir um mercado, as interações *potenciais* entre as unidades produtoras e consumidoras são tão ou mais importantes que as transações *reais* feitas entre essas mesmas pessoas. O mercado – qualquer mercado – não é formado apenas pelas pessoas que figuram nas trocas *efetivamente* realizadas. Compreende também os papéis de compradores e vendedores *em potencial*. Participam do mercado todos os agentes que têm as mesmas fontes possíveis de fornecimento do objeto das trocas e as fontes de fornecimento para as quais esses agentes são os únicos compradores possíveis.³ Assim, por exemplo, o ourives que deseja comprar ouro para produzir jóias no Rio de Janeiro pode até nunca comprar ouro na África do Sul, preferindo fazer suas compras diretamente dos distribuidores locais; entretanto, a mera possibilidade de ele poder pegar o telefone ou entrar na Internet e fazer a compra da sua matéria-prima diretamente do minerador sediado em Pretória faz com que os vendedores localizados no Rio de Janeiro, em São Paulo e em Johannesburg se considerem todos partes de um mesmo “mercado”.⁴

4. Papel dos mercados na economia

O primeiro papel de um mercado é formar preços. Num mercado – seja ele de que tipo for – tudo tem um preço, que é o valor daquele bem ou serviço negociado. Preços representam, antes de tudo, os limites dentro dos quais as pessoas estão dispostas a fazer suas trocas.⁵

Em segundo lugar, os preços em uma economia de mercado também representam sinais para produtores e consumidores. Se o preço de uma mercadoria sobe, mais “unidades produtoras” daquela mercadoria estarão interessadas em produzi-la e oferecê-la no “mercado”. As unidades consumidoras, por sua vez, tenderão a comprar menos daquela mercadoria. Do jogo de forças entre uns e outros, será estabelecido um preço que sinalizará o valor relativo daquele bem na sociedade. Se a oferta continuar a subir, o poder de barganha dos compradores aumentará e o preço reduzirá, levando os produtores a diminuir a produção até que as forças de compradores e vendedores cheguem a um equilíbrio para um dado contexto de recursos tecnológicos e materiais.

A cada momento, uma quantidade inumerável de fatores afeta a atividade econômica em cada um dos diferentes mercados, e determinados fatores fazem com que eles funcionem como um mecanismo de vasos comunicantes. Não obstante isso, os mercados

3 PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 31.

4 Para um exemplo de aplicação prática do conceito desenvolvido neste parágrafo, ver o item 9, *infra*.

5 O valor econômico de alguma coisa é quanto alguém está disposto a pagar por ela, ou, se ele já a possui, quanto de dinheiro esta pessoa exige para transferi-la a outrem.

tendem a fixar preços tais que permitam o encontro das variáveis básicas de toda a questão econômica: o que, quanto, como, onde e para quem produzir.

O “equilíbrio do mercado” se dá quando todos os seus participantes – compradores e vendedores – conseguem realizar suas trocas por um preço que permita ao volume ofertado corresponder exatamente ao volume demandado.

O terceiro papel dos mercados é distribuir informação. As relações de comunicação entre os possíveis figurantes nos papéis de vendedor e comprador dos bens negociados em cada mercado são multilaterais. Cada potencial comprador fala simultaneamente com um número não delimitado de vendedores, e cada um que recebe uma mensagem automaticamente reage a ela retransmitindo-a a outros agentes. A publicidade das ofertas é da essência do funcionamento de qualquer mercado. Ofertas privadas são características de negociações particulares, e não de mercados.

Disso decorre a concorrência que, em maior ou menor grau, distingue a operação de qualquer mercado que seja digno deste nome. Também do fato de as transações no mercado serem realizadas dentro da mesma “comunidade de informação” resulta a solidariedade nas trocas, ou seja, cada transação efetivada repercute sobre as outras, de modo que, por exemplo, o preço de uma transação feita entre A e B seja considerado como uma informação relevante no momento em que C e D concluem um outro negócio jurídico sobre objeto da mesma espécie. Cada troca no mercado é negócio singular entre um comprador e um vendedor, mas os padrões de relação de troca criados pelo funcionamento do mercado são resultados comuns dos atos de todos os agentes que dele participam, ainda que não tenham efetivamente trocado bens, mas figurado apenas como partes em potencial.⁶

O mercado igualmente serve para distribuir renda. Através da determinação de preços e quantidades, ele define a contribuição que cada vendedor consegue colher pelo bem ou serviço vendido. Quanto mais adequado for o bem ou serviço às necessidades dos compradores, maior a quantidade vendida e maior o preço relativo que os compradores estarão dispostos a pagar. Por outro lado, quando maior a produtividade na geração do bem ou serviço, maior será o resultado líquido que o vendedor conseguirá reter para si do preço recebido. Da combinação dessas duas circunstâncias resultam salários e lucros maiores.

5. Tipos de mercados

Quando se fala de mercado em sentido amplo, pode-se dizer que existem basicamente três grandes categorias, ou tipos, de mercado:

- a) mercados dos fatores de produção;
- b) mercados de produtos; e
- c) mercados financeiros.

6 PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 89.

A Figura 5-1: “três tipos de mercados na economia” apresenta uma visão esquemática do papel dos mercados financeiros na economia.

Produção é a transformação intencional de alguns bens econômicos em outros. O resultado dessa transformação é chamado *produto*. Os bens que se transformam durante a produção são os fatores de produção ou insumos, como mão-de-obra, matéria-prima, terra e capital.

Os *mercados dos fatores de produção* são aquelas combinações de oferta e demanda que reúnem vendedores e compradores de determinados bens econômicos capazes de serem transformados em produtos demandados pelas unidades consumidoras.

Os mercados dos fatores de produção alocam fatores de produção que são escassos – terra, trabalho, habilidade gerencial, capital etc. – e distribuem renda – salários, aluguéis, lucros etc. – aos detentores dos chamados fatores de produção.

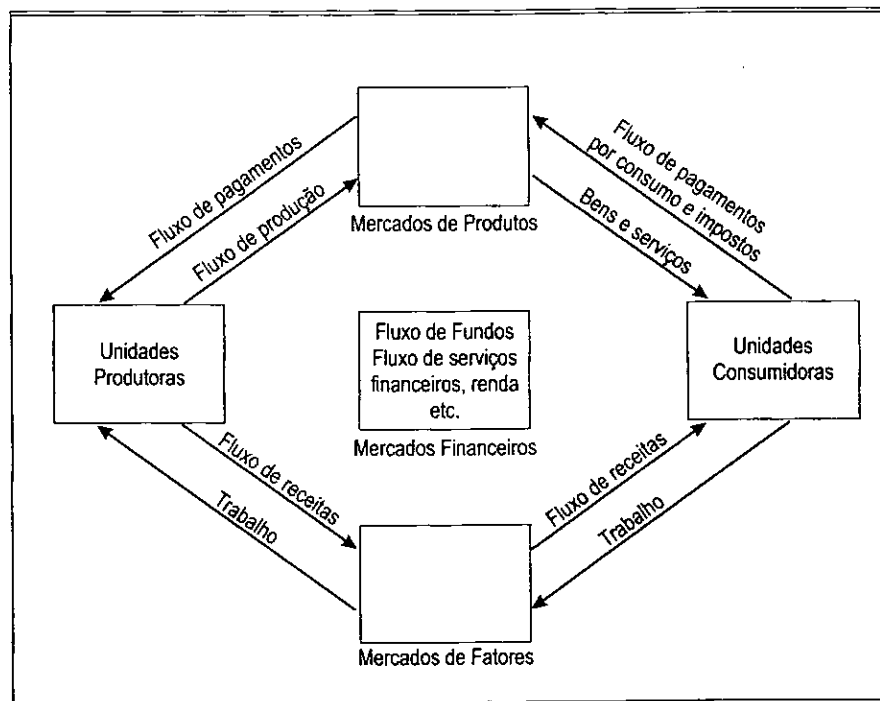


Figura 5-1: “três tipos de mercados na economia”

Não há apenas um mercado, mas uma quantidade enorme deles. Praticamente, para cada fator de produção há um mercado diferente. Pode-se falar de mercado imobiliário,

mercado de energia elétrica,⁷ mercado de trabalho,⁸ mercado agrícola⁹ etc. Por esta razão, a Lei nº 8.158, de 8 de janeiro de 1991, que institui normas para a defesa da concorrência e dá outras providências, adota conceitos como “dividir mercados”, “regular mercados”, “mercado relevante” etc.

Os *mercados de produtos* são aquelas combinações da oferta feita pelas unidades produtoras às unidades consumidoras de produtos. Em outras palavras, são aqueles mercados em que as pessoas físicas ou jurídicas adquirem ou utilizam bens ou serviços como destinatárias finais. Também neste caso há uma grande variedade de diferentes mercados, como são exemplos os mercados de alimentos, roupas, eletrodomésticos, medicamentos, veículos etc.

Mesmo nos momentos mais difíceis da economia de um país, nem toda a renda gerada é consumida. Certa porção das receitas é sempre destinada à poupança. Além disso, as empresas e, pelo menos teoricamente, os governos formam reservas para contingências e investimentos em longo prazo.

Os *mercados financeiros* cumprem o papel de canalizar essa poupança formada por certos agentes econômicos até aquelas pessoas que necessitam de mais recursos para suprir suas necessidades de dispêndio, seja para as despesas correntes, seja para investimentos.

6. Mercados financeiros: canais para poupança e investimento

A riqueza material de uma sociedade é determinada, em última análise, pela capacidade produtiva da economia, a qual é consequência direta dos ativos reais, tais como terra, prédios, trabalho, conhecimento, computadores, máquinas etc., que são utilizados na produção de bens e serviços consumidos pelas pessoas.

Os ativos financeiros contribuem indiretamente para o aumento da capacidade produtiva, na medida em que permitem uma alocação mais eficiente dos recursos gerados na sociedade.

Novos investimentos, quando feitos sob gerenciamento habilitado, geram maior produtividade para a mão-de-obra empregada no processo produtivo, a qual repercute em maior geração de renda que, por sua vez, realimenta o consumo e num ciclo virtuoso contribui para o crescente progresso dos padrões de vida em sociedade.

Por outro lado, as demandas das unidades consumidoras impõem a exigência de que esses novos investimentos alcancem volumes gigantescos, muito além da capacidade de poupança disponível dos governos e empresas, que são as unidades produtoras dos bens e serviços demandados pelas famílias.

A existência de mercados financeiros pressupõe que nem todos os poupadores fazem aplicações diretas das suas poupanças e que nem todos os investidores utilizam fun-

7 Veja, por exemplo, a Lei nº 10.433, de 24 de abril de 2002, e a Lei nº 10.438, de 26 de abril de 2002.

8 Veja, por exemplo, o Decreto nº 76.403, de 8 de outubro de 1975.

9 Veja, por exemplo, a Lei nº 9.362, de 13 de dezembro de 1996.

dos próprios.¹⁰ Há uma separação lógica entre o ato de poupar e o de investir e, entre um e outro, os mercados financeiros cumprem o papel de agrupar a poupança disponível em uma larga quantidade de poupadores e dirigi-la para aquelas unidades produtoras que apresentam os projetos considerados mais atraentes. Eles reúnem, assim, aqueles que comandam a renda social com aqueles que vão efetivamente utilizar essa renda. A maneira mais simples e fundamental dessa união ser feita é pelo instrumento do crédito.

Os governos e empresas conseguem seus recursos para investir mediante a venda, nos mercados financeiros, de direitos de natureza financeira (crédito), tais como ações, debêntures, duplicatas etc., os quais são adquiridos pelas unidades que dispõem de poupança acumulada.

Quase sempre aqueles que conseguem visualizar novas oportunidades de investimento não são os que dispõem de poupança disponível para investir. O correto funcionamento de mercados financeiros desenvolvidos e amplamente acessíveis é essencial para transformar poupança (renda não consumida) em investimento (aquisição de bens de capital e estoques). Se os mecanismos da transmissão de fundos na economia estiverem desestruturados ou emperrados pelo excesso de regulamentação ou de tributação, o fluxo de recursos das unidades poupadoras para as investidoras será seriamente afetado e as oportunidades de investimento não serão exploradas adequadamente. Qualquer economia depende da operação regular e contínua desses mercados para que possa haver investimento e, por meio deste, o crescimento da produção, do emprego, da renda é do padrão de vida das pessoas.

É muito importante notar que os mercados financeiros são o próprio encontro entre aquelas pessoas que estão dispostas a ser provedoras de recursos oriundos de suas poupanças e aquelas outras que estão necessitadas de fundos para realizar seus investimentos. Nesse encontro, *as unidades provedoras de fundos cedem seu dinheiro recebendo em troca apenas promessas, as quais são como que "embaladas" na forma de direitos e serviços financeiros*, tais como ações, depósitos a prazo e à vista, apólices de seguro, contratos de empréstimo e outros. Esses instrumentos financeiros prometem ao provedor de fundos um fluxo de receita futura na forma de dividendos, juros, tarifas, aluguéis ou indenizações de seguros. *O provedor de fundos só os cede para o outro fazer seus investimentos porque espera receber de volta o principal emprestado e mais uma remuneração por ter aguardado que o investidor usasse os fundos pelo tempo contratado.*

Ademais, por serem meras promessas, tais fluxos de receita futura têm sua realização incerta. Por isso os poupadores demandam também uma remuneração adicional para compensar o risco de o capital ou de a remuneração não lhe serem pagos no tempo e forma devidos.

Tudo o que o sistema financeiro faz, por intermédio dos seus diferentes mercados, é captar recursos das unidades provedoras de fundos, rearranjar esses recursos conforme as necessidades dos tomadores de recursos quanto à moeda, ao prazo e às demais obrigações correlatas e depois oferecer aqueles mesmos fundos para os tomadores. Ao fazer

10 SOUZA, Alfredo. *Análise econômica*, 3ª ed. Lisboa: Ed. Universidade Nova de Lisboa, 1990, p. 250.

esta transformação dos recursos financeiros, os mercados servem para reduzir custos transacionais e diminuir riscos para as partes envolvidas.

Para o sistema financeiro como um todo, a soma de todos os ativos financeiros é absolutamente igual à soma de todos os passivos financeiros. *O sistema só empresta aquilo que ele antes tomou emprestado de alguém.* Ativos e passivos financeiros se cancelam no sistema financeiro como um todo, de modo que a perda de um ativo financeiro para o sistema implica, necessariamente, uma igual redução do passivo. Em outras palavras, há um mecanismo de vasos comunicantes no sistema financeiro, de modo que todos os ganhos ou perdas dos credores são inteiramente compensados com movimentos de igual intensidade, mas sentido inverso, junto aos devedores.

7. Funções desempenhadas pelos mercados financeiros

O mero ato de poupar (gastar menos do que se recebe) não garante que esta poupança seja empregada para a construção ou aquisição de bens que contribuam para o crescimento econômico, seja do indivíduo, seja da sociedade. Para cada momento na sociedade, umas pessoas são poupadoras enquanto outras são investidoras. O sistema financeiro desempenha o papel fundamental de ser um canal para a criação e troca de instrumentos financeiros entre poupadores e investidores, de modo que a poupança possa, ao final de certo ciclo de trocas, chegar à aquisição daqueles bens que irão gerar riqueza e levar ao progresso social. Sem esse canal de reunião entre provedores e demandadores de fundos, o volume total do investimento na economia seria muito menor. Todo o investimento pelas unidades produtoras iria depender da sua própria capacidade de poupança. Muitas oportunidades de investimento seriam desperdiçadas ou adiadas pela falta da capacidade de geração de recursos internamente. E mesmo que as unidades provedoras de recursos procurassem diretamente os tomadores para lhes oferecer o crédito, os custos transacionais seriam desperdícios incalculáveis. Os recursos escassos da sociedade seriam alocados com menos eficiência do que o são com a existência dos mercados financeiros. O crescimento da renda e do emprego seria prejudicado e os padrões de vida duramente afetados.

Ao cumprir o papel de ser o canal de reunião entre provedores e demandadores na economia, os mercados cumprem pelo menos oito funções fundamentais: poupança, investimento, riqueza, liquidez, crédito, pagamentos, proteção de riscos e política.

7.1. Poupança

O conceito de poupança não é unívoco. Em sua expressão mais simples, *poupança é a parcela da renda que não é consumida em um dado período.* Entretanto, famílias, empresas e governos “pouparam” de formas diferentes.

A poupança das famílias é a diferença entre toda a renda recebida – na forma de salários, juros, aluguéis e lucros – menos a parcela gasta em consumo e impostos num dado período. Empresas também fazem poupança toda vez que apuram lucros e não os distri-

buem aos seus sócios, seja na forma de reservas de lucros, seja na forma de aumentos de capital. Embora seja caso raro no Brasil atual, os governos também poupam. A poupança do governo acontece quando suas receitas de tributos e preços públicos excedem suas despesas. Em outras palavras, a poupança do governo é o saldo da conta corrente das autoridades públicas.

A capacidade de financiamento do país é o resultado da soma da poupança bruta do país¹¹ com as transferências de capital recebidas do resto do mundo, menos os gastos com a formação de capital e as transferências de capital enviadas ao resto do mundo.

As instituições integrantes do sistema financeiro estão inseridas no centro de todos esses fluxos e, assim, contribuem diretamente para a expansão, ou retração, da capacidade de financiamento nacional. Elas servem de canais para a poupança, pública e privada. Cadernetas de poupança, depósitos a prazo, ações, contas de investimento, contas correntes e tantos outros

Ativos financeiros = direitos de crédito de conteúdo patrimonial e expressos em certo valor de moeda.

instrumentos financeiros vendidos nos mercados financeiros proporcionam formas mais ou menos simples e rentáveis de receber a poupança disponível, a qual flui através do sistema financeiro até atingir os projetos de investimento que, ao final, irão gerar desenvolvimento econômico e melhoria das condições de vida das pessoas. Quando o fluxo de poupança aumenta, o padrão de vida das pessoas melhora; quando a poupança do país se reduz, também piora a qualidade de vida dos seus cidadãos. Por outro lado, ao processar o sistema de pagamentos internacional, realizando a liquidação financeira de todas as operações de importação e exportação de bens, serviços e capital, elas também colaboram para a realização das operações de envio e recebimento de transferências de capital com o resto do mundo.

7.2. Investimento

Investimento é o gasto com bens que foram produzidos, mas não consumidos num dado período, e que aumentam a capacidade de produção da economia para períodos seguintes. Por exemplo: aquisição de máquinas e equipamentos.

Os investimentos normalmente são feitos na aquisição daquilo que se costuma chamar *bens de capital*, ou seja, aqueles bens utilizados na produção de outros bens, mas que não se desgastam totalmente nesse processo.

11 A definição adotada pelo IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – (<http://www.ibge.gov.br/>) para “poupança bruta” é “parcela da renda disponível bruta que não é gasta em consumo final”, ou seja, é a soma de todos os bens e serviços produzidos no país mais os rendimentos líquidos dos fatores de produção, enviados ao resto do mundo, menos as despesas com os insumos utilizados no processo de produção, menos as transferências correntes enviadas e recebidas do resto do mundo, menos o valor das despesas efetuadas em serviços coletivos e menos as despesas de consumo das famílias e o consumo realizado por transferências sociais em espécie das unidades das administrações públicas ou das instituições sem fins lucrativos a serviço das famílias.

Uma forma peculiar de investimento é a formação de estoques, pois, com o acumular de bens prontos para comercialização em seus estoques num dado período, o empresário está aumentando a sua capacidade de geração de renda nos períodos subseqüentes mediante a venda dos mesmos.

7.3. Riqueza

Riqueza, para os fins desta análise, é o valor total dos ativos reais e financeiros possuídos por uma pessoa ou empresa num determinado momento do tempo.

Para as pessoas físicas e jurídicas que decidem poupar, os instrumentos vendidos nos mercados financeiros proporcionam meios de acumulação de riqueza, ou seja, de preservar o valor dos seus bens, até que os valores correspondentes sejam necessários para algum consumo ou investimento.

É claro que as pessoas podem acumular sua poupança em “coisas” – imóveis, jóias, carros, roupas etc. – mas tais bens estão sujeitos à depreciação e carregam consigo um elevado risco de perda. Instrumentos financeiros não se desgastam com o passar do tempo e ainda geram renda.

O Banco Central do Brasil estima que o PIB – Produto Interno Bruto do Brasil¹² acumulado nos últimos 12 meses até dezembro de 2005 em preços correntes foi de aproximadamente R\$ 1,932 trilhões, ou US\$ 794 bilhões.¹³

Desse montante, a autoridade monetária brasileira estima que a soma do papel moeda em poder do público e mais os depósitos à vista, juntos, representam 7,5% do PIB.¹⁴ Se, além desses, também se adicionar a riqueza “estocada” na forma de depósitos especiais remunerados, depósitos de poupança, os depósitos de reaplicação automática, depósitos a prazo, letras de câmbio, letras imobiliárias e letras hipotecárias por instituições financeiras que recebem depósitos do público em geral, o percentual cresce para 30,1% do PIB. Somando-se as quotas de fundos de renda fixa e as operações compromissadas registradas no SELIC,¹⁵ e os títulos federais, estaduais e municipais em poder do público, chega-se a uma participação dos ativos financeiros de 67,9% do PIB nacional. Resumindo: 67,9% do Produto Interno Bruto brasileiro de 2005 estavam estocados em instrumentos criados e negociados no mercado financeiro.

Finalmente, deve-se lembrar que boa parte dos ativos reais da economia é produzida com a obtenção de crédito junto ao sistema financeiro. O total de operações de crédito no Sistema Financeiro Nacional em dezembro de 2005 representava 30,1% do PIB (sen-

12 Produto interno bruto é a soma dos bens e serviços produzidos no país descontadas as despesas com os insumos utilizados no processo de produção durante o ano. É a medida do total do valor adicionado bruto gerado por todas as atividades econômicas.

13 <http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/> consultado em 17 de fevereiro de 2006.

14 Juntos, o papel moeda em poder do público e os depósitos à vista correspondem àquilo que os economistas chamam de M1.

15 Sistema Especial de Liquidação e Custódia do Banco Central.

do 11,5% no Sistema Financeiro Público e 12,8% nas instituições financeiras privadas nacionais e 7,0% por instituições estrangeiras).¹⁶

Esses números mostram que, apesar de a riqueza material ser determinada pela capacidade produtiva da economia, esta mesma riqueza é estocada, transferida e distribuída predominantemente por meio dos ativos e mercados financeiros.

7.4. *Liquidez*

*Liquidez é a capacidade de um ativo converter-se rapidamente em poder de compra de bens e serviços sem perda substancial do seu valor.*¹⁷

Os mercados financeiros cumprem papel fundamental na economia, provendo liquidez aos instrumentos neles negociados, ou seja, ao garantir que os ativos financeiros possam ser prontamente convertidos em moeda, com uma perda mínima de valor.

Isso ocorre de maneiras diferentes.

A primeira delas é pela capacidade que os mercados financeiros têm de fornecer às pessoas físicas e jurídicas a moeda necessária para que elas possam cumprir suas obrigações financeiras, seja mediante o saque sobre a poupança acumulada na forma de depósitos à vista, seja mediante a obtenção de empréstimos contratados nas mais variadas formas.

A segunda maneira pela qual os mercados financeiros proporcionam liquidez à economia consiste no oferecimento aos poupadores portadores de instrumentos financeiros de longa maturação – por exemplo, um depósito a prazo com vencimento para um ano – a possibilidade de transformá-lo imediatamente em moeda mediante a sua venda pelo seu valor presente.

Uma terceira forma de prover liquidez à economia é encontrada na característica de alguns mercados financeiros, em que enormes volumes de títulos e valores mobiliários, contratos futuros e outros instrumentos são facilmente negociados com mínimas distorções nos seus preços, como é o caso das bolsas de valores e de mercadorias.

Ao cumprirem o papel de prover liquidez à economia, o que os mercados financeiros fazem é algo semelhante a “desempacotar” os fluxos de pagamentos na economia conforme os seus vencimentos contratados com algumas pessoas e “reempacotá-los” conforme as necessidades de outras pessoas.

7.5. *Crédito*

A essência do crédito reside na transferência de valores de uma pessoa (provedor de fundos) para outra (tomador) em troca da promessa de que esta última irá devolvê-los no tempo e forma pactuados.

16 Estimativas de participação percentual sobre o PIB de dezembro de 2005 feitas pelo Banco Central do Brasil, conforme <http://www.bcb.gov.br/pec/indeco/Port/ie2-29.xls> consultado em 17 de fevereiro de 2005.

17 Para uma discussão mais aprofundada do conceito de *liquidez*, ver o item 34.4, *infra*.

O crédito está no “coração” dos mercados financeiros. O sistema financeiro depende fundamentalmente da correta e tempestiva aplicação do direito das obrigações. É o direito das obrigações que organiza a economia, vinculando as pessoas a determinadas prestações. Toda vez que esta claudica, aquele deixa de cumprir o seu papel e toda a economia sofre com sensível queda no nível de atividade econômica e conseqüente perda de produtividade e de empregos.

Já foi referido no item 7.3 que 30,1% do PIB brasileiro está sustentado por operações de crédito realizadas pelo Sistema Financeiro Nacional. Imagine-se, agora, que ocorra uma alteração de orientação legislativa ou jurisprudencial que imponha aos credores desse sistema uma perda de, digamos, apenas 10% dos seus créditos. Num raciocínio linear simples, as perdas dos credores somariam 3% do PIB – em outras palavras, a soma dos bens e serviços produzidos no país sofreria uma queda de aproximadamente 3%. Para se ter uma idéia da magnitude deste número, basta lembrar que o Brasil só experimentou fenômenos semelhantes em 1990, quando o Plano Collor I sequestrou a moeda e o crédito nacional, provocando queda de 4,3% do PIB em apenas um ano; em 1983, o PIB caiu 2,9% em conseqüência da moratória da dívida externa decretada no final de 1982; e, em 1981, o PIB foi reduzido em 4,3%.

7.6. Pagamentos

O sistema financeiro também proporciona mecanismos para os pagamentos das transações realizadas entre as unidades consumidoras e produtoras.

Certos instrumentos financeiros, como o dinheiro, os depósitos à vista, cartões de crédito, transferências eletrônicas e títulos passíveis de transferência por endosso, servem de meios para trocas e pagamentos.

Após a entrada em funcionamento do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro,¹⁸ o volume de transações feitas por meio eletrônico tem crescido muito mais aceleradamente do que o das transações feitas por meio de papel moeda ou cheques. O valor diário dos cheques e outros documentos processados pela COMPE – Centralizadora da Compensação de Cheques e Outros Papéis –¹⁹ saiu de aproximadamente R\$ 17 bilhões em março de 2004 para algo em torno de R\$ 12 bilhões em novembro do mesmo ano, o mesmo valor alcançado pelas transações eletrônicas feitas por meio das TEDs – Transferências Eletrônicas Disponíveis – neste último mês.²⁰

18 Para uma visão mais abrangente do SPB – Sistema de Pagamentos Brasileiro –, ver os itens 58 a 61.

19 A COMPE liquida as obrigações interbancárias relacionadas principalmente com cheques, documentos de crédito (ordem de transferência de fundos por intermédio da qual o cliente emitente, correntista ou não de determinado banco, transfere recursos para a conta do cliente beneficiário em outro banco, podendo o cliente emitente e o cliente emissário ser a mesma pessoa) e bloquitos de cobrança (documento representativo de dívida originada na compra de bens e serviços, liquidado na rede bancária em espécie ou por intermédio de cheque).

20 A CIP – Câmara Interbancária de Pagamentos – opera o Sistema de Transferências de Fundos (SITRAF), que utiliza compensação contínua de obrigações. Salvo na situação de agendamento, as ordens de transferência de fundos são emitidas para liquidação no mesmo dia, por assim dizer, “quase em tempo real”.

A quantidade de cheques emitidos na economia brasileira, que no ano de 2000 chegava à casa dos 2,9 bilhões (no valor total de R\$ 2 trilhões), caiu para 2,5 bilhões no ano de 2004 (no valor total de R\$ 1,9 trilhões). Neste mesmo intervalo de tempo, a quantidade de pagamentos feitos com cartões de débito ou de crédito cresceu de 911 milhões (no valor total de R\$ 55 bilhões) para 2,2 bilhões de transações (no valor de R\$ 134 bilhões). As transferências eletrônicas (feitas mediante DOCs e TEDs) em 2000 haviam somado apenas 698 milhões de transações (no valor agregado de R\$ 54 bilhões), mas em 2004 já superavam o volume de 1 bilhão de operações (somando R\$ 134 bilhões). Os débitos diretos em contas correntes para o pagamento de contas, por sua vez, mais do que dobraram: foram 322 milhões em 2000 (no valor de R\$ 55 bilhões) e chegaram a 657 milhões em 2004 (no valor total de R\$ 119 bilhões).

Estes números mostram que a sociedade brasileira está se movendo rapidamente para um ambiente no qual o processamento dos pagamentos e das trocas comerciais está migrando, em ritmo altamente acelerado do meio papel (cheques, duplicatas e semelhantes) para operações meramente eletrônicas. No cerne de toda essa transformação estão as instituições financeiras que não apenas registram os saldos dos seus depositantes, mas efetivamente executam todas as suas ordens processando-as a um custo social infinitamente menor do que aquele que se tinha ao tempo da predominância do papel como meio de transferência da titularidade dos ativos financeiros.

7.7. *Proteção de riscos*

Vivemos uma era de incertezas. *Risco é a incerteza quanto à ocorrência de uma perda ou a obtenção de um ganho.* Por exemplo, o risco de morte ou invalidez num acidente de automóvel só existe porque há a incerteza quanto à ocorrência da colisão do veículo, pois, se o motorista soubesse com certeza do evento, adotaria as medidas preventivas que evitariam a sua ocorrência.

Risco subjetivo é definido como a incerteza baseada na condição mental do sujeito. No mesmo exemplo anterior, o motorista do carro poderia estar embriagado e não inteiramente consciente das consequências de suas ações no volante.

Risco objetivo é a variação relativa da perda experimentada pelo sujeito em relação à perda que ele esperava ter. No caso, imagine que o proprietário de 1.000 cabeças de gado espera que 1% delas venha a morrer no primeiro ano de vida em consequência de alguma doença. Seu risco não é a perda de 1% – porque esta já é esperada por ele com base na experiência anterior – mas a possibilidade de essa perda ser maior ou menor do que isso, por exemplo de, num dado ano, o número real de mortes ser 20, ou 2%.

Os mercados financeiros contribuem para que unidades produtoras e consumidoras possam se proteger tanto do risco subjetivo, quanto do objetivo.

Os agentes dos mercados, ao realizarem um enorme número de transações todos os dias, coletam, registram e distribuem informações as mais variadas, as quais, quando analisadas, permitem uma substancial redução – em alguns casos até a eliminação – do risco subjetivo. A informação é o antídoto da incerteza decorrente da ignorância.

Pessoas físicas e jurídicas podem se proteger dos riscos objetivos mediante a aquisição de apólices de seguro. Além disso, os atuários descobriram métodos matemáticos que fazem o risco objetivo declinar na medida em que o número de situações expostas ao

risco aumenta. O risco objetivo pode ser estatisticamente calculado. A “lei dos grandes números” afirma que, quanto maior o número de observações, mais precisa consegue ser a estimativa da perda esperada e menor será a variação da perda real sobre a espera. Com isso, as variações inesperadas podem ser quase que virtualmente eliminadas dos planejamentos de investimentos das empresas e governos.

Uma outra distinção relevante para a compreensão do papel dos mercados financeiros é a que diferencia os riscos puros dos riscos especulativos.

Risco puro é a situação em que só existem as possibilidades de “perda” ou “não perda”. Qualquer pessoa pode tentar prevenir ou administrar esse tipo de risco mediante um cuidadoso e exaustivo processo de identificação, estimativa e gerenciamento das situações de perda, não só financeiras, mas também aquelas que podem advir das condenações por responsabilidade civil, lucros cessantes, indenizações trabalhistas, fraudes, furtos, roubos e crimes diversos, mau funcionamento de *softwares* etc.

Risco especulativo é a situação em que existem as possibilidades de “lucro” ou “perda”. Exemplos: risco de liquidez, risco de taxa de juros, risco de mercado, risco de câmbio, risco de crédito, risco *off-balance-sheet* e risco operacional.

O risco de liquidez decorre do crescimento na demanda por liquidez por parte dos titulares dos passivos assumidos. Isto ocorre quando alguém emite uma obrigação que pode ser paga em até certo número de anos, mas o credor resolve “sacar” o seu recurso de imediato.

O risco de taxa de juros decorre do descasamento dos vencimentos de ativos e passivos. Desdobra-se em *risco de refinanciamento* – quando os ativos estão mais longos que os passivos e o custo de fundos pode aumentar no momento da renovação – e *risco de reinvestimento* – quando os passivos estão mais longos que os ativos e o retorno nos ativos pode diminuir no momento da reaplicação.²¹

O risco de mercado decorre da variação dos preços dos ativos e passivos negociados ativamente no mercado. Essas variações podem ser na taxa de câmbio, nas cotações em bolsa e na taxa de juros, bem como podem acontecer isoladamente ou em situações em que todas essas variações acontecem simultaneamente (o que é mais comum). O *risco de câmbio* decorre dos efeitos da variação do preço das moedas estrangeiras sobre ativos e passivos nelas denominados, bem como da imposição por governos de restrições à transferência para o exterior de ativos ou passivos financeiros.

O risco de crédito decorre do não recebimento integral dos empréstimos. O risco conhecido como *risco off-balance-sheet* decorre de atividades relacionadas a ativos e passivos contingentes que, por uma questão de técnica contábil, não são registrados nos balanços das empresas, tais como aqueles decorrentes de fianças, cartas de crédito, derivativos²² e direitos de regresso em ativos cedidos. O *risco operacional* decorre do mau funcionamento de produtos e processos operacionais.

21 Para o exame do risco próprio à taxa de juros e seu impacto sobre a taxa de juros, ver o item 111.7, *infra*.

22 “O termo *derivativos* é geralmente utilizado para determinar instrumentos financeiros que derivam ou dependem do valor de outro ativo. São divididos em operações de financiamento, arbitragem e especulação” (BRITO, Osias. *Mercado financeiro: estruturas, produtos, serviços, riscos e controle gerencial*. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 97).

7.8. Política

Finalmente, os mercados financeiros se tornaram nas últimas décadas os principais canais pelos quais os governos executam suas políticas de distribuição de rendas, controle inflacionário e desenvolvimento econômico.

Mediante a administração geral das taxas de juros, depósitos compulsórios e outros instrumentos mais sofisticados, os governos intervêm na atividade econômica, afetando as intenções de consumo, poupança e investimento das pessoas, as quais, por sua vez, afetam diretamente o emprego, o salário e a renda.

Por outro lado, com normas direcionadoras do crédito para setores específicos, o governo tenta estimulá-los em detrimento dos demais setores em atividade na economia.

8. Tipos de mercados dentro do sistema financeiro

Sistema financeiro é o conjunto de mercados, instituições e processos mediante os quais, e sob uma disciplina jurídica comum, pessoas físicas, empresas e entidades governamentais criam, transferem e extinguem relações jurídicas de conteúdo financeiro. O que caracteriza esse conjunto como um único sistema é a interligação existente entre os negócios jurídicos que ocorrem no seu interior. Isso não quer dizer que exista conexão ou conluio entre as pessoas que atuam no sistema. As relações próprias ao conjunto do sistema são entre os atos ou negócios jurídicos cometidos entre as partes.

Num mesmo sistema podem existir diversos mercados financeiros, conforme eles proporcionem a intermediação de diferentes tipos de recursos e necessidades. Há certa regularidade de comportamentos e objetos nos negócios realizados dentro de cada um desses mercados. Entretanto, por fazerem parte de um mesmo “sistema”, todos os mercados operam de maneira muito interligada, de modo que transações ocorridas em um deles repercutem direta ou indiretamente nos demais.

Não obstante isso, eles se diferenciam e sua classificação é necessária para precisar conceitos, dar forma sistemática à exposição e pôr o conhecimento desses mercados à disposição dos seus operadores e do legislador.

8.1. Mercado Aberto e Mercado Negociado

A primeira distinção que se deve fazer nos mercados financeiros é quanto à maneira como a transação financeira é negociada.

Mercado aberto, ou *open market*,²³ é o segmento do sistema financeiro em que as transações são negociadas obedecendo a regras genéricas e iguais para todos os participantes, desprezando as idiossincrasias de cada parte. Os contratos resultantes são padronizados, tomando os direitos deles decorrentes de natureza fungível entre si. Neste

23 Também chamado de *Mercado de Títulos*.

segmento, há um grande número de vendedores e compradores que transacionam instrumentos financeiros livres de qualquer interferência e controle externo e, assim, determinam livremente os preços de acordo com as forças de oferta e demanda. Exemplos clássicos deste tipo de mercado são as bolsas de valores e os mercados secundários para os títulos da dívida pública.

Para que um determinado instrumento possa ser negociado num mercado aberto é necessário que, além de requisitos regulamentares específicos, sejam satisfeitas certas condições mercadológicas. Assim, por exemplo, é necessário que o instrumento seja negociado em unidades totalmente padronizadas, sem nenhuma variação quanto a qualquer dos seus elementos essenciais – tais como moeda, prazo, taxa e garantias. De semelhante modo, deve haver uma grande quantidade de pessoas interessadas em comprar e vender esse instrumento com frequência.

Nem todos os instrumentos conseguem satisfazer a estes requisitos. A rigor, a maioria deles não chega a tanto. Todos os demais instrumentos são comprados e vendidos no chamado *mercado negociado*.²⁴ Este é o segmento do sistema financeiro em que os demandadores de crédito conseguem crédito mediante uma negociação específica e individualizada com um ou mais fornecedores de crédito.²⁵

Tanto o mercado aberto quanto o mercado negociado englobam diversos segmentos que obedecem a regulamentações e orientações econômicas diferentes. Assim, por exemplo, as negociações de ouro como ativo financeiro e as negociações de títulos da dívida pública federal ocorrem em ambientes totalmente diferentes entre si, mas ambas – BM&F e SELIC – são subcategorias do mercado aberto.

8.2. Mercado de Curto Prazo e Mercado de Capitais

A segunda distinção importante classifica os mercados quanto ao prazo das obrigações neles negociadas, distinguindo-os entre mercados de curto prazo e mercados de capitais.

O *mercado de curto prazo* negocia predominantemente os depósitos à vista e obrigações de curto prazo, ou seja, operações com prazo de vencimento inferior a um ano, tais como aquelas que envolvem notas promissórias, duplicatas, cheques, contratos de desconto e outros assemelhados. Embora a expressão vernácula “mercado de curto prazo” bem descreva a natureza da categoria, o jargão dos seus operadores usa uma expressão americana – *money market* –, a qual tem a virtude de enfatizar o objeto principal das negociações que são estabelecidas no seu âmbito: a moeda.

É neste mercado que ocorre a grande maioria das operações envolvendo as contas correntes bancárias, os certificados de depósito, os títulos da dívida pública, as notas comerciais, as letras hipotecárias, os empréstimos bancários em geral e tantas outras operações.

24 Também chamado de *Mercado de Crédito*.

25 Exemplo deste tipo de negócios realizado nesse mercado ocorre quando uma empresa vai a um banco contratar um empréstimo.

Seus principais agentes são os bancos múltiplos com carteira comercial, os bancos comerciais, as caixas econômicas e as cooperativas de crédito.

Em contraste com o *money market*, o *mercado de capitais* abrange as operações que financiam os investimentos de longo prazo feitos pelas empresas e pelos governos, entendendo-se como “longo prazo” as operações com prazo igual ou superior a um ano. É principalmente via operações feitas no mercado de capitais que se torna possível a construção de fábricas, rodovias, portos, escolas e habitações, por exemplo.

É neste mercado que ocorrem as operações de emissão de ações e debêntures, os empréstimos sindicalizados e tantas outras operações sofisticadas. Seus grandes agentes são – além dos bancos múltiplos com carteira comercial e os bancos comerciais – os bancos de investimento, os bancos de desenvolvimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as companhias hipotecárias e as agências de fomento.

O mercado de capitais é complexo e variado. Ao longo do tempo, ele provocou o surgimento de intermediários destinados a auxiliar a realização de operações especializadas, tais como as bolsas de mercadorias, as bolsas de valores, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as sociedades corretoras de câmbio e os agentes autônomos de investimento.

8.3. Mercados à Vista e a Prazo

Tecnicamente, os contratos se distinguem, quanto à forma de execução, em contratos de execução única e de duração. Quando o acordo estabelece obrigações que possam ser satisfeitas em um só momento, diz-se ser o *contrato de execução única*. Quando do negócio surgirem obrigações que tiverem de ser cumpridas ao longo do tempo, estar-se-á diante de um *contrato de duração*.²⁶

Quanto ao tempo de execução, os contratos de execução única podem ser classificados em contratos à vista ou a termo. Os *negócios à vista* são aqueles em que as prestações de todas as partes são realizadas no mesmo momento da contratação. *Negócios futuros* ocorrem quando pelo menos uma das prestações devidas pelas partes tem de ser realizada em um tempo posterior ao da contratação.

A categoria dos negócios futuros, por sua vez, pode ser desdobrada em outras duas, quando se atenta à forma como as prestações das partes são distribuídas no tempo:

a) *Negócios a termo* são aqueles em que a prestação e a contraprestação são contemporâneas, mas se realizam em momento futuro.

b) *Negócios de crédito* são aqueles em que a prestação e a contraprestação são realizadas em momentos separados no tempo.

Note-se, portanto, que, nos termos do esquema de classificação aqui adotado, somente são consideradas como sendo “à vista” aqueles negócios consubstanciados em

26 Para mais detalhes, ver OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. *Taxionomia contratual*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 122.

contratos de execução única em que prestação e contraprestação são *contemporâneas* e se realizam no *presente*. Por outro lado, as operações de crédito podem surgir nos contratos de duração, pois nesta hipótese pode-se imaginar haver não contemporaneidade das prestações.

As operações nos mercados à vista – também chamados de mercados *spot* – são aquelas que negociam instrumentos financeiros que se caracterizam por conter obrigações de execução única à vista, que pode e deve ser liquidada imediatamente ou, no máximo, em questão de dias.

Já os mercados a prazo são aqueles em que são negociados instrumentos financeiros geradores de obrigações de duração. Um exemplo desses mercados a prazo é o caso dos mercados futuros, nos quais são negociados instrumentos financeiros cuja liquidação se dará não de imediato, como nos mercados à vista, mas num momento futuro.

O mercado futuro de taxa de juros, por exemplo, oferece às empresas que sabem que necessitarão de empréstimos (ou terão a disponibilidade de conceder empréstimos a terceiros) no futuro uma possibilidade de elas se protegerem contra variações nas taxas de juros entre o momento presente e o momento futuro, em que elas irão necessitar do empréstimo ou ter a disponibilidade de caixa. Assim, se a Siderúrgica ABC sabe que nos próximos três meses precisará tomar \$1 milhão emprestado pelo prazo de seis meses e não quer correr o risco de as taxas de juros subirem no meio tempo e o empréstimo ficar mais caro, pode procurar no mercado futuro de taxa de juros alguém que esteja disposto hoje a contratar a promessa de um empréstimo a ser celebrado três meses adiantados, já por um preço preestabelecido.

Outro exemplo de mercado que negocia obrigações de duração é o mercado de opções. Neste, provedores e demandadores de fundos podem contratar o direito ou o dever de vender ou comprar instrumentos financeiros em um momento futuro a preços e condições desde logo estabelecidas, ficando à parte titular do direito a faculdade de não exercê-lo.

Do ponto de vista jurídico, o mercado de opções é um mercado em que são negociados contratos preliminares, ou seja, instrumentos financeiros cujo objeto é a celebração de outro negócio, o qual será, este sim, uma prestação substancial de compra ou venda de um ativo financeiro.²⁷

8.4. Mercados Primários e Secundários

A quarta classificação diferencia os mercados quanto à natureza dos seus agentes.

Mercado primário ou *direto* é aquele em que o demandador original do crédito negocia diretamente com o provedor do recurso, sem a presença de intermediários. Quando um banco comercial realiza uma operação de Crédito Pessoal Parcelado para uma pessoa física comprar uma geladeira, essa operação está ocorrendo num mercado primário.

27 OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. *Taxionomia contratual*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 131.

Também no mercado primário ocorre a colocação de debêntures emitidas por uma companhia e compradas imediatamente por outra, que as destina a serem guardadas em sua tesouraria até o vencimento.

Os mercados primários, portanto, negociam instrumentos financeiros recém-emitados. Sua principal função é levantar fundos destinados a suportar novos projetos de investimento ou consumo.

Mercado secundário ou *intermediário* é aquele que lida com instrumentos financeiros já previamente emitidos e adquiridos por algum provedor de recursos, que depois vem a revendê-lo a terceiros, seja diretamente ou por intermediários especializados – nas Bolsas de Valores, por exemplo. A principal função dos mercados secundários é prover liquidez aos adquirentes de instrumentos financeiros, ou seja, proporcionar-lhes a possibilidade de converterem um crédito em moeda sem necessitar aguardar o vencimento daquele.

Nos mercados primários estão os grandes provedores de crédito da economia. Aos mercados secundários cabe o papel de dar liquidez aos papéis emitidos no âmbito dos mercados primários. A existência de mercado secundário para um dado título significa que o portador desse papel tem à sua disposição pessoas dispostas a adquiri-lo.

Quanto mais líquido for o instrumento financeiro – ou seja, quanto maior for o número de pessoas dispostas a adquiri-lo –, menor será o risco de o possuidor do papel experimentar dificuldades de vendê-lo e converter o seu valor em moeda. Quanto menor o risco de não comercialização do instrumento, menor será a perda de valor que o seu portador terá no momento em que desejar convertê-lo em moeda. Deste modo, a existência de mercados secundários grandes e ativos é suficiente para garantir liquidez aos papéis emitidos nos mercados primários é um dos requisitos básicos para o barateamento do custo financeiro para os projetos de investimento.

8.5. Mercados Públicos e Privados

A quinta classificação dos mercados os separa quanto às condições de acesso às suas operações.

Mercados públicos são aqueles cujas condições de operação permitem a qualquer pessoa que atenda a certos requisitos básicos de qualificação (p. ex., capital mínimo, cadastramento prévio em câmara de liquidação etc.) participar de suas transações em igualdade de condições com os demais participantes, bem como usufruir de igual nível de informação. Esses mercados são competitivos e acessíveis a todos. Neles prevalece o princípio do “preço único”, ou seja, operações de idênticas características devem ser negociadas em igualdade de preço.

Exemplo típico desses mercados é o *mercado de valores mobiliários* a que se refere o art. 4º da Lei nº 6.404/76. Nele, por exemplo, o controlador de uma companhia só poderá adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado se oferecer igual preço a todos os acionistas (art. 4º, § 4º).

Mercados privados são aqueles aos quais somente certas pessoas, que se encontram em situações individualizadas, têm acesso. Neles, as partes têm liberdade de contratar as cláusulas específicas de seus negócios jurídicos, não havendo obrigatoriedade de tratamento igualitário com os demais agentes. O jargão dos operadores do sistema financeiro costuma referir-se às operações feitas neste mercado como “operações de balcão”, numa tradução quase literal da expressão americana “*over the counter*”.

8.6. Mercados de Risco

Existem instrumentos financeiros em que as partes provedora e tomadora de fundos tomam o cuidado de estabelecer um prévio e relativo equilíbrio entre os objetos das respectivas prestações. Estes são os chamados instrumentos *comutativos*.

Existem outros, no entanto, que são contratados deliberadamente, com a incerteza sobre que parte se beneficiará com o negócio. Nestes instrumentos, a *aleatoriedade* é da essência.

Existem diversos mercados financeiros dedicados exclusivamente à negociação de instrumentos financeiros sujeitos a riscos de diversas naturezas. Em todos eles há um elemento comum que é a *álea*: a incerteza de ambas as partes quanto a um evento futuro que pode levar qualquer uma das partes no negócio a ter lucro ou prejuízo.²⁸

O mercado de seguros é um exemplo típico de mercado de risco. Os principais agentes neste mercado são as sociedades seguradoras, as entidades fechadas de previdência privada, as entidades abertas de previdência privada, as sociedades de capitalização e as sociedades administradoras de seguro saúde.

28 OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. *Taxionomia contratual*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 104.