

**VINICIUS CRAVO GONTIJO**

**MODERNIZAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: NOVAS  
ESTRUTURAS E MUDANÇAS REGULATÓRIAS**

Monografia apresentada à Faculdade de  
Economia Administração, Contabilidade e  
Atuária da Universidade de São Paulo, para  
obtenção do título de bacharel em Economia

Orientador: Prof. Dr. Manuel Enriquez Garcia

Coordenador: Prof. Dr. Rafael de Vasconcelos  
Xavier Ferreira

**SÃO PAULO**

**2022**

**VINICIUS CRAVO GONTIJO**

**MODERNIZAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: NOVAS  
ESTRUTURAS E MUDANÇAS REGULATÓRIAS**

Monografia apresentada à Faculdade de  
Economia Administração, Contabilidade e  
Atuária da Universidade de São Paulo, para  
obtenção do título de bacharel em Economia

Orientador: Prof. Dr. Manuel Enriquez Garcia

Coordenador: Prof. Dr. Rafael de Vasconcelos  
Xavier Ferreira

**SÃO PAULO**

**2022**

## FICHA CATALOGRÁFICA

Gontijo, Vinicius Cravo

Modernizações no Mercado de Capitais Brasileiro: Novas Estruturas e Mudanças Regulatórias - São Paulo, 2023

Nº de páginas: 53

Orientador: Prof. Dr. Manuel Enriquez Garcia

Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo

1.Mercado de Capitais; 2. Crédito Estruturado; 3. Sistema Financeiro

Maria de Lourdes e Marly, por tudo, por tanto e por sempre.

Dedico

## **AGRADECIMENTOS**

A minha mãe, Cris Cravo, por sempre ser uma mulher forte e batalhadora, que me apoiou nos momentos mais difíceis e que sempre me amou.

Ao meu pai, Cesar Gontijo, pelos conselhos e orientações, que nunca hesitou em mover montanhas para que eu realizasse meus sonhos.

Aos meus amigos de graduação e de colégio, por terem vivido esses anos comigo e por terem feito todo esse processo mais leve e divertido.

Por fim, mas não menos importante, ao Professor Doutor Manuel Enriquez Garcia, por toda orientação ao longo do trabalho.

“Mais importante que as riquezas naturais, são as riquezas artificiais da educação e tecnologia.”

Roberto Campos.

## RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo compreender as mudanças no ecossistema financeiro, bem como as recentes mudanças regulatórias que criam o arcabouço legal para o desenvolvimento de novas estruturas de investimento. Por meio da compreensão histórica do processo de evolução do mercado financeiro, criando o entendimento do longo processo de formação e estabilização deste setor na economia e por meio das atuais estruturas disponíveis, deseja-se abrir a discussão de como mudanças regulatórias e no ecossistema são importantes para a criação de um mercado financeiro menos concentrado e mais competitivo.

***Palavras-chave:*** Mercado de Capitais. Crédito Estruturado. Securitização. Sistema Financeiro

## **ABSTRACT**

This paper aims to understand the changes in the financial ecosystem, as well as the recent regulatory changes that create the legal framework for the development of new investment structures. Through the historical understanding of the financial market evolution process, creating an understanding of the long process of formation and stabilization of this sector in the economy, and through the current structures available, we want to open the discussion of how regulatory and ecosystem changes are important for the creation of a less concentrated and more competitive financial market.

**Key words:** *Capital Markets. Structured Credit. Securitization. Financial System*



## LISTA DE ABREVIATURAS

APIs – *Application Programming Interfaces*

BCB – Banco Central do Brasil

BNDE – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico

CDA – Certificado de Depósito Agropecuário

CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio

CEPEAL – Comissão Econômica para América Latina e Caribe

CMA – Competition and Market Authority

CNA – Confederação da Agricultura e Pecuária no Brasil

CRA – Certificado de Recebíveis do Agronegócio

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FIAGRO – Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais

FRE – Fundo de Reaparelhamento Econômico

IPO – *Initial Public Offer*

LCA – Letras de Crédito do Agronegócios

PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO E JUSTIFICATIVA .....	11
1.2	OBJETIVO .....	11
<b>2</b>	<b>HISTÓRIA DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL .....</b>	<b>14</b>
<b>3</b>	<b>O ATUAL ECOSSISTEMA FINACEIRO.....</b>	<b>26</b>
3.1	INTRODUÇÃO .....	26
3.2	<i>OPEN BANKING</i> .....	26
3.3	<i>HOME BROKER</i> .....	29
3.4	PIX .....	30
<b>4</b>	<b>FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM CADEIAS AGROINDUSTRIAIS .....</b>	<b>33</b>
<b>5</b>	<b>A INSTRUÇÃO CVM Nº 160 .....</b>	<b>41</b>
<b>6</b>	<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>47</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>49</b>

## **1 INTRODUÇÃO**

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E JUSTIFICATIVA

O mercado de capitais brasileiro vem apresentando mudanças importantes nos últimos anos. O Brasil passa por um momento de aprovação de medidas e reformas estruturais relevantes, que irão ditar o comportamento pelos próximos anos.

Estas aprovações visam principalmente tornar o mercado de capitais mais robusto e preparado para os novos desafios. A criação de novas estruturas de investimento almeja não apenas oferecer novas opções na carteira de investimentos, mas também reduzir o custo do crédito para setores essenciais, que irão, ao alocar esses recursos promover tanto o enfrentamento dos gargalos estruturais que o país apresenta como retornar rentabilidade aos investidores neste segmento. Ademais, os órgãos reguladores também vêm apresentando modernizações do ponto de vista jurídico que permitirá a simplificação da condução de uma oferta pública, tornando o processo mais acessível aos agentes de mercado.

O FIAgro e a Resolução CVM nº 160, que é a estrutura e a mudança regulatória estudadas neste trabalho respectivamente, são recentes e ainda pouco exploradas. Logo, faz-se necessário pela academia compreender mais a fundo estas mudanças e alterações, a fim de analisar seus resultados no longo prazo, tanto para a economia, como para o mercado de capitais, investidores e tomadores de recursos.

## 1.2 OBJETIVO

Este trabalho busca contribuir para análise da nova estrutura disponível no mercado de capitais, FIAgro, bem como compreender as principais mudanças regulatórias recentes que irão ditar as ofertas públicas pelos próximos anos.

Em suma, o presente trabalho tem o objetivo de:

1. Compreender o processo de formação do mercado de capitais brasileiro desde sua concepção até os dias atuais.

2. Analisar os avanços tecnológicos que criam um ecossistema no mercado financeiro.
3. Destacar a importância do crédito rural para os produtores e compreender a nova estrutura alternativa disponível por eles (FIAgro).
4. Analisar as principais mudanças introduzidas com a Resolução CVM nº 160.

## **2 HISTÓRIA DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL**

## 2 HISTÓRIA DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O objetivo deste capítulo é ilustrar o longo percurso do mercado de valores mobiliários no Brasil, apresentando os fatos históricos e os acontecimentos que serviram para estruturar o modelo que é aplicado atualmente.

O debate acerca das razões do desenvolvimento econômico é extenso e muito presente na literatura. Há muitas variáveis que justificam o progresso econômico de uma região. Levine (1997) defende que há evidências empíricas apontando para uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Para este modelo, é aceito como premissa que o sistema financeiro seja capaz de alocar seus recursos nos projetos de maior produtividade e, desse modo, permitindo o crescimento econômico, entretanto esse axioma é válido dependendo do grau de sofisticação do setor financeiro. Não é consenso na academia essa relação, autores como Lucas (1998) e Chandavarkar (1992) não encontram no setor financeiro causas relevantes para o desenvolvimento econômico. Entretanto, evidências recentes indicam que os mercados acionários podem ser instrumentos de promoção do desenvolvimento econômico em determinadas circunstâncias Levine e Zervos (1998).

O mercado de capitais brasileiro vem passando por muitas transformações. Modernização tecnológica, regulações mais consolidadas e estruturas flexíveis permitem que o Brasil assuma um papel de destaque nos mercados internacionais. Entretanto, antes de analisar as mudanças recentes, é de suma importância compreender o passado que permitiu a criação dos princípios basilares desta instituição.

O Brasil teve seu passado econômico marcado por um processo de exploração na qual imperava o regime de permuta. Os indígenas aliados à Coroa Portuguesa eram responsáveis pela extração e embarque do Pau-Brasil e recebiam, em troca, ferramentas de ferro e outros itens trazidos do velho continente. A ausência de meios de pagamento consolidados foi uma condição marcante na história do país, tampouco o Primeiro Governo Geral usava a moeda oficial do Reino português. Segundo Levy (1979), entre os anos de 1549 e 1553, foram autorizados 1201 pagamentos a indivíduos pelo Governo Geral, dos quais apenas 345 foram feitos em moeda.

O metal em espécie seguiu escasso até meados de 1580, quando houve a formação da União Ibérica e, segundo Levy (1979) A prata das colônias espanholas no Peru invadiram o Estado do Brasil, permitindo a dinamização do comércio”.

A ausência na Colônia de ambientes seguros para o depósito da poupança fez com que a população confiasse seus recursos na instituição mais crível da época: Igreja Católica. Esta contava com templos, colégios e conventos espalhados pelas principais zonas urbanas do país, tornando-as também casas comerciais. Ademais, segundo Carvalho (2019), quando foi outorgado a gestão de bens de órfãos e ausentes aos jesuítas, nascia o embrião das primeiras *trustees*, ou seja, administradores de recursos terceiros.

De acordo com Cardoso (2010), o desenvolvimento de uma política econômico-financeiro estruturado em território nacional iniciou-se fato com a instituição do Banco do Brasil no ano de 1808. Com o objetivo de financiar a empreitada, Dom João VI autorizou, em outubro do mesmo ano, o primeiro lançamento de ações no Brasil. Foram emitidas 1200 ações, entretanto, após três anos, apenas 126 ações foram subscritas. Para incentivar a subscrição Carvalho (2019) afirma que a Coroa passou a oferecer benefícios aos tomadores dos papéis, como promoção aos funcionários públicos, além de comendas ou hábitos da Ordem de Cristo.

A criação do Banco do Brasil permitiu a constituição de instrumentos bancários e financeiros capazes de organizar e centralizar as operações monetárias e de financiamento que estavam florescendo no reino, principalmente pela alta procura de moeda metálica, motivada pela abertura dos portos e com as despesas do funcionalismo público e de infraestrutura essenciais para o estabelecimento da corte no Brasil.

A instalação da família real no Brasil impulsionou o desenvolvimento econômico exigindo, desse modo, um mercado organizado. Nesse contexto, no ano de 1817, apenas 9 anos após a chegada da corte, é inaugurado a Praça do Comércio de Salvador, que poderia ser considerada como uma Bolsa de Valores, de acordo com o Código Comercial Português de 1833: “Praça de Commercio ou bolça é não só o local,



mas a reunião dos comerciantes e mais pessoas empregadas no comércio. Este local é sujeito à polícia e autoridade designada na lei” (Portugal, Código Comercial, Art. 97, 1833)

Entretanto, pode-se afirmar, segundo Levy (1977) que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro foi a primeira bolsa de grande importância no Brasil, fundada no ano de 1820, que também constituía uma Praça do Comércio, conforme éditos do Príncipe Regente. Negociava-se principalmente câmbio de moedas, seguros, fretes de navios e mercadorias. À época não havia títulos privados e públicos em circulação, com exceção das 1.200 ações do Banco do Brasil.

No ano de 1822 há o nascimento do Brasil independente e, junto com ele, nasce também a dívida pública. Ziliotto (2006) afirma que esse processo ocorreu com o reconhecimento dos títulos da dívida interna e da Lei de 15 de novembro de 1827, que visava regulamentar e controlar os chamados “empréstimos da Independência”. Desse modo, no ano de 1828, o Tesouro Nacional emitiu 1.400 contos em títulos de remuneração de 6,00% ao ano, permitindo o financiamento da dívida pública do império. Estes foram os primeiros papéis governamentais a serem negociados, momento no qual Carvalho (2019) afirma como marco inicial no mercado de capitais no Brasil.

Era necessário ao emergente mercado brasileiro respaldo jurídico para que continuasse prosperando. Desse modo, a primeira regulamentação ocorreu no ano de 1845, por meio do Decreto Nº 417, que reconhecia e cobrava tributos na profissão de corretor. O objetivo deste decreto era também limitar o acesso ao mercado de títulos, que estava irrestrito, bastava apenas estar associado à Praça de Comércio.

Uma figura chave que contribuiu para que o mercado de capitais brasileiro continuasse avançando foi Irineu Evangelista de Souza, Barão de Mauá. A historiografia brasileira o reconhece como o maior símbolo do empresariado nacional nascente. Carvalho (2019) afirma que é comum associar seu nome à grandes companhias de mineração, navegação e até serviços públicos, entretanto, é fundamental ressaltar que Mauá foi um dos primeiros grandes banqueiros de investimento no país e soube usar o mercado de capitais para alavancar seus projetos.

De acordo com Normano (1935), Barão de Mauá soube compreender o espírito associativo fazendo uso da congregação de capitais para financiar suas empreitadas, percebendo a capacidade de capilaridade que os corretores tinham para distribuir os papéis de seus empreendimentos. Quase todos os projetos de Irineu Evangelista tiveram ações distribuídas ao público. A primeira ferrovia brasileira, Imperial Companhia de Navegação a Vapor de Petrópolis, dois terços de seu capital era detidos por investidores pulverizados, o um terço restante era patrimônio do Barão de Mauá.

O mercado de capitais brasileiro vinha se desenvolvendo de maneira célere até o ano de 1860. Entretanto, as forças conservadoras do império defendiam que o sucesso dos liberais era fruto da especulação e, por meio da Lei Nº 1083, que continha providências sobre os bancos de emissão, meio circulante e diversas companhias e sociedades, acabou por impor dificuldades à sociedades anônimas e à circulação de papéis. O projeto ficou conhecido como Lei dos Entraves e, segundo Jesus (2021, p. 19) “redefiniu o padrão de ingerência do Estado em assuntos econômicos.”

O panorama mais restritivo apresentou mudanças mais liberais no ano de 1880, em um momento no qual o Brasil já debatia medidas para a modernização da economia. Inicialmente, a Lei dos Entraves foi invalidada e, anos mais tarde, quando havia uma expectativa mais firme na abolição do trabalho escravo, aliados aos projetos bem-sucedidos de utilização da mão de obra imigrante no campo, agentes de mercado esperavam uma expansão da base monetária para fazer frente a nova massa de trabalhadores assalariados.

A onda de otimismo contaminou a Bolsa do Rio, registrando naquele período um significativo aumento de capital das companhias, que eram livremente negociadas na bolsa, sem qualquer registro prévio. O movimento, segundo Carvalho (2019), foi a primeira maré especulativa de grandes proporções no mercado de capitais brasileiro, e é conhecido pela historiografia como Encilhamento. O então Ministro da Fazenda republicano, Rui Barbosa, para fazer frente ao novo momento econômico do país, decreta uma série de medidas que visavam estimular o ambiente de negócios. Neste ambiente favorável ao mercado financeiro que Emílio Rangel Pestana funda em 1890 a Bolsa Livre de São Paulo, antecessora da BM&F Bovespa. No estado vizinho, Rio

de Janeiro, o resultado é ainda mais impressionante, com um salto de 90 para 450 companhias listadas na Bolsa do Rio entre os anos de 1888 e 1891, segundo Carvalho (2019)

É inegável que o período entre o fim do Segundo Reinado e o início da Primeira República foi de grande prosperidade para o mercado de capitais. Entretanto, a especulação chegou a níveis perigosos a partir de 1891, aliada com a crise do Banco Baring e a brutal desvalorização cambial. A crise forçou a fusão de diversos bancos e outras empresas a fim de evitar uma falência geral na economia. Além disso, a Bolsa Livre de São Paulo, oito meses após o início de suas operações, também teve seu fim decretado.

Para evitar a formação de novas bolhas financeiras, foi assinado em 1895 o Decreto Nº 354, com o objetivo que o governo tivesse mais gerência sobre o mercado de capitais. Carvalho (2019) afirma que a reestruturação foi sobretudo cosmética e não apresentou mudanças profundas além da criação de novas burocracias e entraves. Essa nova legislação manteve-se em vigor até 1965, com a publicação da Lei do Mercado de Capitais, Carvalho (2019) afirma que essa é a principal razão do raquitismo do mercado de capitais brasileiro na primeira metade do século XX, segundo o autor, a regulação de 1895 corroborou para a disfuncionalidade do mercado de capitais por meio de reservas funcionais, tabelionato e nomeações de caráter público.

Por mais que o ambiente se mostrasse desfavorável ao desenvolvimento de novas estruturas, ainda em 1895, a Associação Comercial de São Paulo aliada com agentes e corretores, criaram a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo. Entretanto, a regulação em vigor obrigou que a nova bolsa fosse submetida ao oficialismo. Além disso, dois anos depois, o regulamento interno foi submetido ao governo estadual e, a partir de então, os corretores passaram a ser nomeados pelo poder público. De acordo com Carvalho (2019), o cartorialismo voltara a imperar também em São Paulo.

Os corretores de fundos públicos detinham a exclusividade na intermediação de compra e venda de títulos. A ausência de competição deixava o mercado de capitais brasileiro rudimentar e arisco à modernização. Os cargos eram de caráter

vitalício e, já nos anos de 1930, eram capazes de nomear sucessores. Os titulares sempre escolhiam filhos e familiares, a fim de manter a linhagem, e não por afinidade do pretendente ao cargo. Carvalho (2019) constata que medidas como esta tornaram o mercado financeiro, que deveria ser dinâmico e moderno, em autênticos ofícios notariais, hereditários, protegendo seus membros da concorrência externa e perpetuando a ineficiência.

Os dados apresentados por Carvalho (2019) ilustram bem a situação enfrentada. Em 1890, a cidade do Rio de Janeiro possuía 40 corretores, que tinha à época 500 mil habitantes. Em 1960, quando a cidade já tinha mais de 3,5 milhões de residentes, o total de corretores ainda era de 40. O excessivo controle do governo vai de encontro aos argumentos de Stringham, Boettke e Clark (2008) defendem que a negligência benigna por parte do governo é a melhor estratégia para os países em estágio inicial de desenvolvimento capitalista, uma vez que inúmeras regulações e burocracias, criam um mercado de ações mal planejado e conduzem ao subdesenvolvimento. Já em São Paulo, a situação não se manteve tão estática, mas as nomeações ainda eram subordinadas ao governo de estadual, não passando de 50 corretores em 1960.

A regulação de 1895 foi comprimindo o mercado de capitais em desenvolvimento no Brasil. Por mais que até a Primeira Guerra Mundial ações, títulos privados e debêntures dominassem as negociações, a partir de 1920 o poder central invadiu os mercados com títulos governamentais, de acordo com Carvalho (2019). O resultado foi que cada vez menos sociedade anônimas procurassem o mercado de valores mobiliários como forma de captar recursos.

O mercado financeiro brasileiro permaneceu estático até os anos de 1940, quando houve o lançamento público das primeiras estatais: Companhia Siderúrgica Nacional e Vale do Rio Doce. Desse modo, permitiu certa excitação entre os investidores, que poderiam diversificar suas carteiras. Já nos anos de 1950, houve a subscrição compulsória que serviu de fonte de financiamento para, novamente, outra grande estatal: Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDE). Por meio de um adicional restituível sobre o imposto de renda, foi constituído o Fundo de Reaparelhamento Econômico (FRE), que serviria como principal fonte financiadora do

banco estatal. Campos (1994) defende que o mecanismo de empréstimos compulsórios era a estratégia de financiamento mais adequada, principalmente por conta da pouca demanda pelos títulos públicos, que, por conta da inflação, não apresentavam retornos atraentes. Já Carvalho (2019) acredita que a medida foi apenas um mecanismo de drenagem da poupança privada para empreendimentos estatais.

A partir dos fatos apresentados, pode-se concluir que o mercado de valores mobiliários apresentou pouca relevância até meados de 1960. Rodrigues (2012) defende que, a partir dos acontecimentos políticos no ano de 1964, o cenário começou a apresentar algumas mudanças. A primeira medida econômica de grande impacto realizada pelos militares ainda em 1964 foi o lançamento do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), que visava direcionar a política econômica e social do Brasil. Por meio deste plano, foi permitido aperfeiçoar o mercado de capitais no país através de reformas financeiras e a reestruturação do mercado de valores mobiliários. Entre o conjunto de leis aprovadas que criaram os princípios basilares para o desenvolvimento sadio do mercado de capitais, convém citar:

- a) Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964: Autorizando a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional e alterando a legislação do imposto sobre a renda, concedendo benefícios fiscais para investimento no Tesouro Nacional ou na Bolsa de Valores;
- b) Lei nº 4.506, de 30 de novembro de 1964: Criação da Sociedade Anônima de Capital Aberto, com o objetivo de dar incentivos fiscais às empresas que tivessem suas ações em poder do público;
- c) Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964: Dispondo da estruturação do Sistema Financeiro Nacional através da criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, eliminando a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e extinguindo a competência do Banco do Brasil no manejo da política monetária.

A modernização do mercado de valores mobiliários fazia-se necessária. De acordo com a *Securities and Exchange Commission* e *American Stock Exchange*, entidades norte-americanas em expedição ao Brasil a pedido do Banco do Brasil, avaliaram em relato que o mercado de capitais brasileiro carecia de credibilidade e, por conta disso, não existia o hábito de investimento em renda variável no país.

“a parte do povo brasileiro que possuía economias, jamais teve por hábito investi-las em títulos. Imóveis e moedas estrangeiras têm sido o meio de aplicação mais popular. [...] ações de diversas companhias inexistentes são vendidas ao público; os preços dos títulos são manipulados com relativa facilidade e transações por funcionários de sociedades anônimas e de companhias de investimentos com base em informações não acessíveis ao público são frequentes” (POSER; ROTH, 1965, p. 5-6)

Neste contexto, no mesmo ano da visita das entidades norte-americanas, o governo editou a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, conhecida como Lei do Mercado de Capitais. De acordo com Costa (2015), a edição da lei foi, entre as diversas modernizações de 1965, a mais importante e com efeitos mais positivos no desenvolvimento do mercado. Além de conter uma série de estímulos fiscais, visando ampliar o investimento em ações, possuía também inovações e instrumentos que permitiam a mobilização da poupança privada, através da criação de fundos de investimento sob a forma de sociedade anônima de capital. Outros autores, também validam a tese, como Almeida (1984), considerando que a lei foi de suma importância para a criação dos mecanismos que estruturariam o sistema financeiro moderno no Brasil

Visando aumentar a participação de pessoas físicas no mercado de valores mobiliários, foi instituído, no ano de 1967, o Decreto-Lei nº 157. O diploma permitia que os contribuintes investissem parte do imposto de renda no mercado acionário, por meio de fundos de investimentos que aplicavam seus recursos em empresas que cumpriam requisitos legais exigidos.

Rodrigues (2012) afirma que o Decreto-Lei havia um caráter dúbio. Se por um lado incentivava que os pequenos investidores entrassem no mercado, por outro, não havia preocupação na participação consciente desses investidores. Desse modo, os fundos incentivados estimularam a bolsa de valores e o mercado primário de títulos, mas acabou por favorecer mais os administradores, que puderam adquirir a expertise

na gestão de fundos de renda variável e fixa, além de se apropriarem das taxas de administração, que eram suficientemente atrativas.

A literatura econômica é, em geral, crítica aos resultados alcançados com a estruturação dos fundos 157. Pedreira (1992) conclui que no início os resultados foram positivos, entretanto, quando avaliado no longo prazo, foi difícil manter resultados concretos. Os resultados obtidos por meio dos fundos incentivados foram artificiais, uma vez que, o investimento nesses fundos tornou-se apenas uma alternativa ao pagamento de imposto, sem de fato ter interesse no mercado de ações. Se por um lado, as pessoas físicas não tinham o interesse no mercado de capitais, por outro, tampouco as empresas viam o mercado de forma legítima, segundo Mattos Filho e Prado (2011, p. 14) “o verdadeiro objetivo de abrir o capital era receber recursos de maneira facilitada e mais barata que o captado no sistema bancário”

De modo geral, as reformas instauradas durante do Regime Militar, aliada à Lei do Mercado de Capitais e ao Decreto 157/1967, permitiram o crescimento dos preços e dos volumes negociados nas bolsas de valores. De acordo com Macarini (2008, p. 161), o ambiente macroeconômico era favorável ao desenvolvimento do mercado de capitais, entretanto “criava-se um ambiente por demais propício ao surgimento de uma bolha especulativa”. Outros autores, como Souza (1998, p. 10) admite o fato de que havia um descasamento entre a euforia dos agentes e a realidade do mercado de valores mobiliários brasileiro no qual “as razões para o *crash* estariam na falta de regulamentação adequada, na falta de conhecimento do investidor e na mudança das regras dos Fundos 157”

Pequenos investidores acabaram também por entrar no ciclo, atraídos pela possibilidade de lucro fácil e rápido, e contribuíram para sustentar o aumento das cotações. Neste momento, deu início a uma febre especulativa que atraiu até mesmo agentes mais avessos ao risco, que se desfaziam de bens tangíveis ou mesmo se endividando junto à rede bancária, com o objetivo de colher frutos mais compensadores.

Neste contexto, a crise dos anos de 1970 parecia inevitável, resultado um processo de valorização das ações sustentado não por análises de negócios, mas sim

pela pura especulação. Macarini (2008, p. 161) avalia o período como um verdadeiro “turbilhão especulativo”, com volumes registrados de negociações megalomaniacos. Em um único mês, março de 1971, foi registrado 80% do volume negociado em todo o ano de 1969. No auge do mesmo ano, Bolsa de São Paulo e Rio atingiam a terceira posição no ranking global. Entretanto, a partir de julho, o Índice Bovespa registrou contínuas perdas. Macarini (2008, p. 164) entretanto, nega que tenha sido um “*crash* súbito”, mas sim uma “lenta agonia”.

As autoridades consideraram à época que as causas da crise residiam na deficiência de mecanismos regulatórios no mercado de capitais. Neste sentido, foi promulgada a Lei nº 6.404 de 15 de dezembro, que visava regular as sociedades anônimas, e a Lei nº 6.385 de 7 de dezembro, que permitia a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ambas de 1976. O Governo Militar reconheceu que era necessário a criação de um sistema de informação adequado, que permitisse a redução nos níveis de assimetria de informações. Além disso, foi necessário substituir o Banco Central como fiscalizador do mercado de valores mobiliários, e criar um órgão específico para esta função.

Houve também avanços em relação à infraestrutura de mercado, como a implantação do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) em 1979, sob a égide da Circular nº 466, que seria responsável pelo registro e liquidação dos títulos públicos do Tesouro Nacional. Antes da Selic ser criada, os títulos públicos eram negociados fisicamente, por meio operações registradas e liquidadas eletronicamente, evitando fraude, roubos ou até mesmo a perda dos papéis. Dessa forma, a média ponderada das operações lastreadas em título referenciados com a taxa básica, ficou conhecida como Taxa Selic.

Nos anos seguintes o mercado de capitais brasileiro desfrutou de relativa estabilidade, ancorado pelo arcabouço legal criado em 1976, apesar do cenário macroeconômico conturbado. Momentos delicados foram vivenciados novamente em 1989, a manipulação de preços promovida pelo libanês Naji Nahas mostrou mais uma vez que as estruturas eram ainda frágeis e careciam de regulações mais consolidadas.



Diversos outros avanços regulatórios foram aprovados nos anos seguintes, criando um ambiente com mais segurança jurídica aos investidores. É evidente que, conforme a economia brasileira vai ganhando mais complexidade, o mercado de valores mobiliários também vai apresentando novas estruturas a fim de fazer frente a cada novo momento econômico que o país vive.

### **3 O ATUAL ECOSSISTEMA FINANCEIRO**

### 3 O ATUAL ECOSSISTEMA FINANCEIRO

#### 3.1 INTRODUÇÃO

O ecossistema financeiro é o macro ambiente no qual as empresas e instituições relacionadas ao mercado de capitais estão inseridas e interagem entre si ou com os demais participantes do mercado. A globalização e os avanços tecnológicos potencializaram o setor mais que qualquer outro, de acordo com Gorender (1997). Dessa forma, faz-se necessário estudar este fenômeno a fim de compreender os impactos gerados por ele.

Países emergentes apostam no desenvolvimento do ecossistema financeiro como estratégia para ganhos de produtividade, segundo He & Meyer (2020). O Brasil ilustra bem o estudo, pois vem se destacando neste setor, principalmente pela maneira célere em apresentar inovações financeiras aliadas com a tecnologia.

O sistema financeiro brasileiro vem apresentando diversas mudanças nos últimos anos, sejam mudanças regulatórias ou tecnológicas. Novas soluções financeiras vêm surgindo para atender às atuais necessidades de um público que exige mais agilidade e menos burocracia. Como resposta, novos modelos de negócio surgiram para modificar completamente a realidade das finanças.

#### 3.2 OPEN BANKING

O Banco Central do Brasil (BCB) anunciou em 2019 a Agenda BC#, que tem como objetivo a democratização do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Essa agenda estrutural irá permitir mudanças profundas no setor. Por meio da tecnologia e inovação, o Banco Central pretende fortalecer as dimensões da inclusão financeira, competitividade, transparência e educação. Nesse sentido, uma das mais recentes implantações foi do *Open banking*, permitindo o estímulo à concorrência por meio da redução do custo do crédito.

De acordo com Cavalcante (2021) o *Open banking* pode ser considerado um termo amplo, pois não se limita ao conceito de produto ou sistema. Sua estrutura permite o compartilhamento padronizado de dados e serviços através de *application*

*programming interfaces* (APIs). Desse modo, permite que novos produtos e serviços sejam ofertados aos clientes de acordo com suas necessidades, estimulando a competição.

O Brasil enfrenta atualmente um problema relacionado à disponibilidade de crédito para investimento.

O crédito bancário no Brasil é escasso e caro, como discutiremos mais adiante. Num país com tantas restrições ao crédito, percebemos uma extensa disseminação de crédito entre parceiros comerciais, tanto entre empresas quanto na relação com consumidores. No Brasil, a concessão de prazos de pagamento e parcelamentos são de fundamental importância na manutenção das vendas das empresas, suprimindo as dificuldades de obtenção de crédito junto às instituições bancárias. Ou ainda, em muitos casos, empresas financiam seus clientes, aumentando sua necessidade de capital de giro e tendo assim que recorrer a bancos para financiá-la. (PADILHA, 2020, p. 30)

Cavalcante (2021) reconhece que essa é uma das principais razões para a implementação do *open banking*, além da alta concentração bancária e da baixa mobilidade de clientes no sistema financeiro. O sistema irá permitir que os correntistas coordenem suas contas e serviços de maneira unificada, mesmo se o produto ou serviço desejado pertencer a outra instituição financeira da qual ele é cliente. Por meio de uma plataforma unificada, será possível acessar diversas informações acerca de histórico de transações, perfil de risco e crédito e todo o estoque de dados gerado ao longo do tempo proveniente da interação com outras partes do SFN.

O *open banking* já é praticado na União Europeia, que foi a pioneira na regulação sobre o assunto, com o objetivo de aliar inovação com eficiência no mercado financeiro. Dessa maneira, segundo Perez & Strohl (2019), é possível dar sustentação a um ambiente mais competitivo associado a preservação dos direitos dos consumidores. Por meio da Diretiva de Serviços e Pagamentos Revisada, conhecida como PSD2, obrigou que todas as instituições financeiras europeias a abrirem seus APIs, permitindo também que instituições não financeiras também tenham acesso aos dados. Como não há um órgão supranacional, cada país pode definir suas diretrizes normativas, dando mais flexibilidade na implementação.

Já no Reino Unido, no ano de 2016, a Autoridade de Concorrência e Mercado – *Competition and Market Authority* (CMA) – publicou um estudo constatando que grandes e antigos bancos não tinham que competir entre si para conquistar novos consumidores, ao passo que bancos novos e pequenos encontravam muita dificuldade no desenvolvimento, impedindo a concorrência. Pensando nesta problemática, Ferreira (2019) afirma que foi instituído o *Open Banking Implementation Entity*, que visava implementar o *Open banking* de forma ordenada em solo inglês.

A entidade é hoje responsável por gerir os padrões de segurança, além de estruturar e documentar as descrições das APIs que serão utilizadas pelos principais agentes participantes do *Open Banking*. Perez e Strohl (2019) constatam que por mais que a implementação ainda não esteja completa, já é possível o compartilhamento de dados para outros produtos, permitindo uma gama maior de opções aos consumidores.

O processo de implementação da estratégia no Brasil foi dividido em quatro etapas. A primeira foi o *Open data*, quando ocorreu a disponibilização dos dados entre as instituições financeiras, que apresentaram as taxas e tarifas dos serviços e produtos oferecidos. Já a segunda fase esteve relacionada ao compartilhamento dos dados, nela foi autorizado, via consentimento dos clientes, que seus dados fossem compartilhados. A terceira e quarta fase focaram na consolidação dos dados e ampliação da gama de produtos oferecida.

Atualmente o *Open banking* já está em operação no Brasil, logo, faz-se necessário avaliar seus impactos. O primeiro e mais imediato impacto é na maneira pela qual os grandes bancos passaram a tratar de inovação, pois um cliente digital tem outras exigências quando comparado a um cliente tradicional.

Alguns bancos decidiram adquirir fintechs e integrá-las em seu próprio negócio para que eles possam oferecer serviços inovadores sob a sua própria marca e manter o controle sobre o relacionamento com o cliente. Os bancos estão convidando fintechs para sessões de inovação, onde eles tentam subir com novos conceitos envolventes. Outros estão usando fintechs como meros canais de distribuição para aumentar os volumes de empréstimos, e alguns não estão fazendo nada mesmo (EVERY, 2017, p. 121).

As *fintechs* oferecem novos serviços e produtos para seus clientes, utilizando a base de dados disponível. Entretanto, uma vez que os dados são compartilhados, é possível também que os bancos se aliem a elas, permitindo uma combinação de experiências. Dessa forma, grandes bancos vêm adotando uma postura muito mais proativa em relação à agenda. Segundo Barros (2018) o sistema financeiro tradicional está incubando *fintechs* por meio da polinização cruzada, permitindo a integração entre produtos e serviços. Desse modo, o autor conclui que há uma verdadeira transformação no cenário competitivo, permitindo que a transformação digital também seja uma fonte de receita para os bancos tradicionais.

Concluem-se, portanto, que o *open banking* é um processo complexo, mas que apresenta grandes impactos no mercado financeiro, abrindo caminho para novos produtos e serviços. Entretanto, é importante ressaltar que ainda existe muita apreensão e estudos pelo órgão regulador, que é o Banco Central do Brasil, principalmente no que se refere à segurança da informação, uma vez que os dados serão compartilhados entre as instituições financeiras.

### 3.3 HOME BROKER

O *home broker* é uma plataforma que permite a conexão entre o investidor e o ambiente de negociações da bolsa de valores. Através desta plataforma, é possível o envio de ordens de compra e venda de ativos por meio de um dispositivo conectado à internet, permitindo que a operação seja executada de forma simples e rápida.

O sistema foi lançado no ano de 1999, permitindo que pequenos e médios investidores tivessem acesso a esse mercado, de tal forma que, no ano de 2006, a Bolsa de Valores de São Paulo suspendesse o pregão presencial e passasse a adotar somente o pregão eletrônico. O processo incorre em menores custos, uma vez que elimina agentes intermediários, dessa forma, segundo Sharma e Bingi (2000), essa redução de custos é também passada ao investidor, pois por meio do *home broker* a taxa de corretagem é menor.

Apesar de ser uma solução tecnológica que diminuiu as ineficiências do pregão presencial, a ferramenta também está sujeita às regulações e normas aplicáveis às transações do mercado de capitais. A Instrução CVM nº 35 estabelece normas e

procedimentos no que diz respeito às operações nas bolsas de valores, logo, esses princípios também são aplicados no *home broker*, permitindo que as ordens sejam mais seguras e garantindo a robustez do sistema financeiro.

O sistema contribuiu sem dúvida para a democratização do acesso ao mercado de capitais por pessoas físicas, uma vez que é possível acessar via internet e permite que as operações sejam executadas sem a necessidade de um intermediário. De acordo com Santos (2010), desde a criação do *home broker*, no ano de 1999, até o final de 2008, o sistema foi responsável pela inclusão de mais de 500 mil pessoas físicas no mercado de capitais, dando mais maturidade e liquidez ao sistema. Atualmente, segundo dados da B3, o país já possui mais de cinco milhões de cadastrados, atestando o sucesso da operação

### 3.4 PIX

O PIX é um meio de pagamento que permite que a transferência de recursos entre contas seja efetivada de maneira instantânea. Ou seja, é uma solução tecnológica que permite que as transações sejam executadas em um ambiente aberto, integrado e inteligente. Por meio da Resolução BCB nº 1 de 12 de agosto de 2022, que institui o arranjo de pagamentos, o Banco Central do Brasil, inspirado na digitalização dos meios de pagamentos que já ocorrem na China através do *Wechat* e *Alipay* por exemplo, cria o PIX visando aumentar a eficiência do mercado de transações por meio da redução dos custos e inclusão financeira.

O modelo já é um sucesso de adesão no Brasil. Em dezembro de 2020, quatro meses após o lançamento do programa, o PIX já correspondia a 30% das operações financeiras do país (Guimarães, 2020). Esse sucesso pode contribuir para resolver um dos grandes problemas relacionados ao acesso de pessoas físicas ao mercado financeiro por meio da bancarização. O PIX contribui para a inclusão financeira ao facilitar as transações, uma vez que os participantes devem ter conta aberta em um dos bancos cadastrados. Por meio do acesso aos produtos e serviços do mercado financeiro, proporcionam maiores liberdades sociais aos mais desfavorecidos (Leite, 2015).

A Resolução nº 1 de 2020, já citada anteriormente, também dispõe sobre os requisitos mínimos que as instituições participantes devem aderir, garantindo, dessa forma, que a experiência do usuário seja simples e intuitiva, permitindo que o arranjo possa ser adotado no comércio eletrônico como também entre entes governamentais.

Órgãos públicos podem aderir ao modelo para pagamento de serviços prestados à população, como por exemplo o PagTeseuro, plataforma desenvolvida pelo Tesouro Nacional, que permite o pagamento via PIX de contribuições e demais taxas, permitindo que o cidadão tenha uma experiência digital facilitada ao usar os serviços.

O PIX, como analisado, elimina a necessidade de intermediários para garantir que a transação seja efetuada. Desse modo, pode ser prejudicial para determinados modelos de negócios. Lima (2021) avalia os principais prejudicados pela novidade tecnológica. Segundo o autor, as empresas de aquisição serão as mais atingidas em um primeiro momento, pois enfrentarão perdas nas receitas obtidas tanto pela venda de máquinas de aquisição, quanto pelas taxas cobradas aos lojistas na antecipação dos recursos. Outro setor que também será prejudicado é o das bandeiras de cartões, que poderão perder espaço nas operações de crédito e débito realizadas.

Entretanto, Lima (2021) também avalia que há ganhadores na instituição do arranjo de pagamentos, principalmente relacionado aos ganhos de competitividade proporcionados. Segundo o autor, bancos digitais podem se beneficiar por meio de novas ofertas de contas-correntes, que serão cada vez mais demandadas por participantes do mercado. Ademais, grandes varejistas também ganham com a implementação, uma vez que podem prolongar a relação com seus clientes, permitindo a verticalização da cadeia de valor.

A solução apresentada pelo Banco Central ainda é recente, de tal forma que será possível analisar seus impactos no ambiente financeiro ao longo do tempo. Entretanto, é possível afirmar que o PIX já constitui hoje uma revolução no ambiente de recursos, alterando de maneira significativa o funcionamento do ecossistema financeiro.



## **4 FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM CADEIAS AGROINDUSTRIAIS**

#### **4 FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM CADEIAS AGROINDUSTRIAIS**

O setor agrícola foi o pilar principal de desenvolvimento da economia brasileira em seu estágio inicial. Os produtos primários sempre fizeram parte da cesta de exportações brasileiras. Atualmente, o cenário não é diferente, o Brasil é um dos principais produtores de alimento do mundo e se destaca como um grande e competitivo agroexportador.

O Brasil possui características naturais favoráveis ao desenvolvimento desse setor, tais como abundância de solo fértil, clima e relevo favoráveis ao plantio. Esses atributos contribuem significativamente para colocar o país em uma posição de destaque, em um mundo no qual até 2050 é esperado que alcance uma população de 9,7 bilhões, segundo estimativas da Organização das Nações Unidas.

Nesse novo modelo global, é esperado que o Brasil assuma um papel ímpar no fornecimento global de alimentos. Entretanto, para permitir que o agronegócio continue se expandindo e ganhando eficiência, é essencial refletir sobre uma das principais variáveis que garantirão o sucesso dessa operação: crédito.

É paradoxal que um dos setores que mais contribui para o desenvolvimento econômico brasileiro enfrente diversas dificuldades de acesso ao crédito. Segundo uma pesquisa realizada pela Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil (CNA), apontou que as principais dificuldades enfrentadas pelos produtores rurais são: excesso de burocracia, demora na liberação de recursos e falta de informação.

A restrição de acesso ao crédito cria graves problemas estruturais na cadeia do agronegócio. De acordo com Boletim Logístico da Conab, por exemplo, o índice de armazenagem de fazenda permanece próximo a 14% ao longo dos últimos 10 anos, ao passo que países como Argentina, Canadá e Estados Unidos atingem patamares de 40%, 85% e 65% respectivamente. Tal problema eleva os custos da produção agrícola e reduzem a competitividade brasileira no exterior. Portanto, são necessários mais recursos para financiar a construção e expansão da logística relacionada ao agronegócio.

Pode-se concluir que o crédito é um elemento essencial para superar os desafios e tornar o Brasil um país ainda mais competitivo no setor. Entretanto, o crédito rural sofre com as sucessivas intervenções do poder público, como elevada regulamentação, fixação de juros, direcionamento de recursos e interferência política. Desse modo, é possível afirmar que o setor está sujeito às políticas macroeconômicas vigentes.

Nesse contexto, no ano de 2004 o governo federal converteu a medida provisória número 221, que instituía o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e Warrant agropecuário, na lei 11.076, permitindo a criação de três novos títulos: (i) Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), (ii) Letras de Crédito do Agronegócio (LCA) e (iii) Certificado de recebíveis do agronegócio (CRA). Além disso, foi permitida a securitização de direitos creditórios também relacionados ao setor. Desse modo, foi incentivado o fomento da participação do capital privado no financiamento das cadeias do agronegócio.

O crédito rural foi essencial para o desenvolvimento de longo prazo do agronegócio. Segundo Santos (1988) o crédito rural foi utilizado como instrumento de modernização da agricultura brasileira, entretanto, a adoção desta estratégia como mecanismo de aumento de produtividade é recente. O Brasil rural de meados de 1950 e 1960 era rudimentar e pouco inseridos nas melhores tecnologias da época, de acordo com Schuh & Alves (1971, p. 337)

Muito pouco se sabe sobre a resposta destes solos às aplicações de fertilizantes. A capacidade de gerar e desenvolver novas variedades de altos rendimentos é limitada. Pouca pesquisa tem sido feita sobre a resposta dos rebanhos à aplicação de níveis crescentes de ração, ou sobre quais são as rações ótimas. Ignora-se quais as 28 combinações de atividades mais lucrativas nas fazendas, e pouca pesquisa tem sido feita sobre as doenças tropicais dos rebanhos e lavouras

Alves & Pastore (1975) apresentam dados a respeito do assunto. Segundo os autores, na década de 1950, 70% do aumento da produção agrícola era explicado pelo aumento da área cultivada, ao passo que, somente 30% era explicado pelo aumento da produtividade da terra. Já em relação ao aumento da mão-de-obra, 60% foram devido ao acréscimo de unidades de trabalho e 40% é explicado pelo aumento

da produtividade da mão de obra rural, ou seja, por meio do uso de maquinaria, educação e técnicas modernas.

Ainda segundo Alves & Pastore (1975) o aumento do produto agrícola à época é verificado através da utilização de maior quantidade de recursos tradicionais, em vez de melhor utilização dos recursos disponíveis. A principal explicação, segundo os autores, é o fator de a oferta de terra e mão-de-obra serem suficientemente elástica, de modo que os produtores rurais pudessem usar esses recursos em larga escala.

O cenário mudou em meados da década de 60, quando a lei 4.829 de 1965 institucionalizou o crédito rural no Brasil. Segundo Araújo (1983), no período entre 1965 até 1978, o crédito rural aumentou 445%, representando uma taxa geométrica de 18,5% ao ano. Além disso, a Resolução 69 de 23 de setembro de 1967, determinava que, pelo menos 10% dos depósitos bancários tinha de ser investidos na agricultura à taxa de juros que variava entre 12% e 15% ao ano. Por mais que, a partir de 1974 a inflação apresentava aceleração, essas taxas foram mantidas constantes até 1979.

Todo contrato de crédito deve-se analisar componentes considerados essenciais: a) taxa de juros; b) risco da atividade em que o crédito vai ser aplicado; c) risco associado à firma tomadora do empréstimo; d) garantias oferecidas ao credor (Sayad 1984). Uma vez que o programa de crédito rural fixou as taxas de juros em níveis considerados baixos, os agentes financeiros optaram por alocar seus recursos nos produtores que oferecessem montantes maiores de garantia real e apresentassem um índice de liquidez mais robusto.

Desse modo, a política acabou apresentando um forte viés. Por um lado, houve concentração dos recursos em grandes produtores, por outro, de acordo com Araújo (1983) esses mesmos grandes produtores também eram aqueles que tinham mais condições de atender rapidamente os incentivos ao uso de insumos modernos na produção agrícola.

A partir de então, segundo Araújo (2011) em seu trabalho realizado para a Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL), o relacionamento do poder público brasileiro foi criando laços ainda mais fortes, por meio de subsídios e

políticas de investimentos direcionadas ao setor. Brandão e Caralho (1990) afirmam que tais políticas geraram distorções pelas excessivas intervenções governamentais no setor. Entretanto, Araújo (2011) observa que nos últimos 20 anos o grau de intervencionismo na agricultura foi bastante reduzido. É avaliado que o processo de abertura da economia brasileira na década de 90 e o aumento dos preços de exportação do setor agrícola incentivaram os produtores a buscarem maneiras alternativas de financiar a produção.

Atualmente, o Brasil enfrenta uma grave crise fiscal. Os efeitos nefastos da pandemia do COVID-19 contribuíram para o aprofundamento do quadro. Como citado anteriormente, o setor agrícola ainda é muito dependente do financiamento público. O principal modelo de distribuição de recursos públicos para o setor atualmente é o Plano Safra, que oferece linhas de crédito aos produtores rurais, permitindo o custeio e investimento. Entretanto, esse montante depende da disponibilidade orçamentária do Tesouro Nacional que viabiliza o subsídio financeiro.

A crise fiscal afeta o planejamento dos agricultores, que contribuiu para a busca de maneiras alternativas de financiamento, compensando a limitação financeira oriunda da redução da capacidade fiscal do Estado, permitindo o desenvolvimento de um sistema autônomo (Araújo, 2011). Ainda segundo o autor, ele afirma que:

O acesso ao capital financeiro de baixo custo permitiu a um bom número de agricultores viabilizar suas finanças. Esses movimentos teriam compensado parcialmente o declínio da participação do setor público nas políticas agrícolas convencionais. Importante observar que a agricultura brasileira moderna tende a ser progressivamente voltada para o setor privado da economia.

É essencial para os produtores buscarem alternativas ao Plano Safra, é nesse contexto que floresce a securitização. Segundo Luxo (2010) pode-se compreender a securitização de recebíveis como uma operação financeira de financiamento estruturado, que tem como objetivo emitir títulos mobiliários lastreados em ativos. O direito creditório é separado do balanço da companhia originadora e da emissora dos títulos mobiliários, dessa forma, é possível reduzir o risco de crédito.

Nesse contexto, por meio da Lei nº 14.130, de 29 de março de 2021, são instituídos os Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (FIAgro), aprovados em regulamentação provisória da CVM por meio da Resolução CVM 39 de 2021. O FIAgro se apresenta como uma alternativa de investimento transparente, profissional e acessível aos investidores.

Por meio dessa estrutura é possível captar recursos que devem ser investidos no propósito descrito acima. De acordo com Lapérouse & Zavodnyik (2020), o investimento nas cadeias do agronegócio é uma estratégia muito adotada em *venture capital* e *private equity*, entretanto, como os aportes necessários são altos, essa alternativa de investimento nem sempre está disponível ao investidor de varejo. Desse modo, o FIAgro surge também como uma maneira de democratizar o acesso à novas alternativas de investimento.

Os investidores interessados nesse modelo de inversão podem adquirir cotas, que representam frações ideias do fundo. Desse modo, o FIAgro pode ser constituído a partir de estruturas de condomínio aberto ou fechado. No caso de condomínio fechado, as cotas só podem ser resgatadas no término de duração do fundo, ou por meio de deliberação da assembleia de cotistas. O formato de condomínio fechado é caracterizado pela sua natureza ilíquida e de longo prazo, desse modo, traz maior flexibilidade para os gestores alocarem os recursos sem a necessidade de precaução com os resgates cotidianos. Fundos fechados, entretanto, permitem que suas cotas sejam negociadas no mercado secundário, permitindo uma solução de liquidez para os investidores que desejam ter exposição ao mercado de agronegócio. Já os fundos abertos, os cotistas podem resgatar suas cotas, respeitando as regras estipuladas pelo gestor.

É importante também compreender o funcionamento de um FIAgro. Inicialmente, como já foi comentado, os investidores fazem a aquisição de cotas. Esses recursos são então incorporados ao fundo, que é responsável em fazer a alocação em ativos do agronegócio. Esses ativos irão gerar retornos, que serão novamente incorporados ao fundo, que, por fim, irá utilizá-los para remunerar os investidores por meio de dividendos e amortizações.

Nesse processo, atuam duas partes fundamentais: o gestor e o administrador. O gestor é responsável pela alocação dos recursos, visando sempre maximizar o retorno dos ativos aos cotistas, respeitando as regras estipuladas no regulamento. Já o administrador é responsável pela realização e monitoramento de todas as tarefas administrativas do fundo, como publicação de balanço, pagamento de taxas, impostos, entre outros.

Um FIAgro pode ser estruturado a partir da área de atuação, sendo elas: (a) Imobiliário (FIAgro-FII), (b) Direitos Creditórios (FIAgro-FIDC) e (c) Participações (FIAgro-FIP)

- a) FIAgro-FII: São geridos pela Instrução CVM 472/08 e são destinados aos investidores em geral, permitindo apenas condomínio fechado. Sua política de investimento deve ser direcionada à ativos rurais ou também a aquisição de CRA, LCA e CRI com lastro em imóveis rurais;
- a) FIAgro-FIP: São geridos pela Instrução CVM 578/16 e são destinados aos investidores qualificados, que são aqueles que possuem mais de um milhão de reais investidos. Novamente, só podem ser constituídos através por meio de condomínios fechados e devem ter sua política de investimento ações, debêntures e sociedade que integrem as cadeias produtivas agroindustriais;
- b) FIAgro-FIDC: São geridos pela Instrução CVM 356/01 e são destinados aos investidores qualificados. Podem ser estruturados por meio de condomínios abertos ou fechados. Sua política de investimento é direcionada para aquisição de direitos creditórios provenientes da cadeia agroindustrial;

Os recursos do fundo podem ser aplicados em duas classes de ativos: dívida ou *equity*. Fundos de dívida devem investir em um ou mais ativos de crédito que estejam relacionados à cadeia produtiva do agronegócio. Esse modelo, permite que a volatilidade seja menor quando comparada com fundos que só investem em renda variável, pois ativos de crédito apresentam maior previsibilidade por meio de um cronograma pré-estabelecido por meio do pagamento de juros e amortizações. Entretanto, não significa que a volatilidade seja inexistente, pois operações de crédito sempre apresentam riscos. A remuneração é calculada através do carregio, ou seja, quanto os ativos lastro pagariam se fossem mantidos até o vencimento

Já os fundos de *equity* fazem a aquisição de ativos da cadeia agroindustrial, como terras, participações em sociedades anônimas de capital aberto ou fechado e

seu portfólio pode possuir um ou mais ativos. De modo geral, fundos constituídos desta maneira apresentam maior volatilidade, pois o retorno dos investidores está sujeito à performance dos ativos e projetos investidos. A remuneração é dada pela taxa interna de retorno, que é a remuneração média esperada proveniente dos dividendos distribuídos até o final do prazo de duração dos ativos adquiridos pelo fundo.

É de suma importância comentar sobre a tributação. Visando fomentar o investimento privado no setor agrícola, o FIAgro apresenta isenção fiscal tanto dentro do veículo como na distribuição dos rendimentos para as pessoas físicas.

Ao nível do veículo, os rendimentos e lucros provenientes dos ativos investidos pelo FIAgro não são tributados. Ademais, ao nível do cotista, os rendimentos distribuídos pelo fundo são tributados à alíquota de 20% para pessoas jurídicas e isento para pessoas físicas.

O FIAgro é sem dúvida um produto muito atraente disponível no mercado de capitais. Sua estrutura permite canalizar recursos para o desenvolvimento da cadeia agroindustrial e possibilita a transposição de gargalos estruturais que o setor enfrenta para se desenvolver. Sua abrangência, tanto ao nível dos tomadores de crédito, que podem ser produtores rurais ou até mesmo a indústria de defensivos agrícolas, como ao nível dos ativos permitidos, que incluem desde imóveis até participações em sociedades. É possível concluir, dessa maneira, que o produto é muito flexível e adaptável, sendo benéfico tanto para o setor como para o mercado de capitais.





## 5 A INSTRUÇÃO CVM Nº 160

A Resolução CVM Nº 160 é resultado de um processo de longa discussão entre agentes de mercados e entidades regulatórias dentro do universo financeiro. Por meio da sua maturação e da coleta de sugestões de agentes de mercado, foi possível lançar uma agenda regulatória que promete inserir o mercado de capitais brasileiro em um patamar mais arrojado e moderno. A Resolução, publicada no dia 13 de julho de 2022, dispondo sobre as ofertas públicas e a negociação de valores mobiliários passa a vigorar a partir de 2023, permitindo a inovação no arcabouço regulatório bem como a flexibilização dos documentos, tornando fluxo de informações mais simples e eficiente.

A Resolução CVM nº 160 tem por objetivo substituir as duas principais diretrizes de ofertas públicas atualmente em vigor: A Instrução CVM nº 400, que trata das ofertas públicas sujeitas a registro prévio e a Instrução CVM nº 476, que regulamenta as emissões com esforços restritos. Segundo a nova diretriz, todas as ofertas públicas nas quais os investidores sejam residentes, devem deter o registro na CVM, entretanto, o rito para sua obtenção possa variar.

A Instrução CVM nº 400 foi a primeira a surgir no mercado brasileiro. Sua publicação, em 29 de dezembro de 2003, tem como objetivo principal proteger os interesses dos investidores por meio de normas e diretrizes que estabelecem padrões no mercado, aplicado principalmente em ações, debêntures e notas promissórias, tornando-as instrumentos de investimento mais seguras e confiáveis.

De acordo com Martos (2015) a sistemática de registro tem por objetivo estabelecer os elementos informacionais mínimos para a tomada de decisões de investimento. Ademais, serve também como medida de proteção aos investidores uma vez que o rito permite a verificação da legitimidade da emissão bem como dos societários que a deram origem. Entretanto, segundo o autor, todos esses procedimentos não atestam a qualidade do empreendimento.

O registro permite que o investidor possa obter dados necessários acerca dos valores mobiliários ofertados, como forma de colocação, volume e preço, tornando sua decisão de investimento mais assertiva. Dessa maneira, Almeida & Romano

(2012) defendem que a Instrução CVM nº 400 simboliza um marco normativo no que tange a padronização e transparência nas ofertas públicas.

Já a Instrução CVM nº 476, que trata das ofertas públicas com esforços restritos, publicada em 16 de janeiro de 2009, buscava apresentar uma modalidade alternativa à Instrução CVM nº 400, uma vez que, segundo Bayer (2013) os elevados custos de registro da oferta e de emissão desencorajavam a entrada de empresas no mercado de capitais. Desse modo, é lançada a Instrução CVM nº 476, visando a redução de custos, como também oferecendo mais agilidade no processo de captação de recursos pelos emissores da oferta.

De acordo com Godke (2012) a Instrução CVM nº 476 foi inspirada na regulamentação norte americana *Regulation D*. Por meio dela, não é necessário que a empresa interessada em captar recursos com o mercado financeiro seja de capital aberto, tampouco é necessário registro na CVM e prospecto detalhado. Por conta desta maior flexibilidade, foi decidido que haveria uma restrição em relação à distribuição. Desse modo, uma oferta regida pela Instrução CVM nº 476, é permitida que sua distribuição seja feita até 75 investidores profissionais, que são pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a 10 milhões de reais, sendo que apenas 50 podem de alocar recursos.

A modernização na instrução permitiu que novas empresas tivessem acesso ao mercado de capitais, permitindo redução de custos relacionados com a oferta, bem como redução da burocracia envolvendo uma emissão. De acordo com dados da ANBIMA, a representatividade das emissões guiadas pela Instrução nº 476 já simbolizam mais de 81% do mercado total no ano de 2021. Dessa maneira, é possível afirmar que a modernização regulatória foi bem aceita pelo mercado e pelos investidores.

Nesse contexto de modernização regulatória que se iniciou o a elaboração da Resolução CVM nº 160, que irá revogar a Instrução CVM Nº 400 e a Instrução CVM nº 476, permitindo a unificação destes regramentos normativos e a consolidação do conceito de oferta pública. Segundo a CVM, a nova norma irá oferecer ao mercado de capitais mais agilidade em um ambiente de crescimento no número de operações,

mas sem renunciar aos processos que garantem a estabilidade do sistema bem como a simetria informacional entre emissor e investidor.

Por meio Resolução CVM nº 160, o conceito de ofertas públicas, que eram classificadas como registradas ou isentas de registro, deixam de existir. O novo arcabouço legal da CVM passa a exigir que todas as ofertas sejam registradas, entretanto permite que o rito para sua obtenção deste registro possa variar.

O rito ordinário, no qual o registro deve ser submetido à análise prévia da CVM, será obrigatório para *Initial Public Offer* (IPO), *follow-ons*, debêntures e títulos de securitização. Uma das principais alterações em relação à Instrução CVM nº 400 está na redução dos prazos, tanto o prazo para atendimento das exigências como o prazo para concessão de registro foram reduzidos de dez para cinco e três dias úteis respectivamente garantindo, desse modo, a celeridade na operação.

O rito automático, que não dependerá de análise prévia da CVM, de tal modo que o lançamento de uma oferta ao mercado pode ser feito no mesmo dia do requerimento de registro de oferta. Anteriormente, por meio da Instrução CVM nº 476, no processo de distribuição, apenas 75 investidores poderiam receber a oferta, sendo que, 50 poderiam investir. Por meio da nova regra, esse limite é extinto, não havendo restrição de número de investidores em relação à distribuição da oferta, tampouco em relação aos investidores interessados. Ademais, convém citar o fim da vedação de nova oferta que, de acordo com a regra anterior, o ofertante não estaria autorizado a realizar outra oferta pública, de mesma espécie ou do mesmo emissor, em um período de quatro meses. Sendo assim, é possível concluir que ambos os ritos apresentam destaques em relação à flexibilidade da oferta.

Pela ótica do fluxo de informações em relação à oferta, a nova norma visa aprimorar e padronizar a publicação do prospecto tornando-o mais padronizado e assertivo, através de um modelo para cada tipo de valor mobiliário. Por meio dele, a oferta poderá ser apresenta de maneira mais sucinta e organizada, como por exemplo na apresentação dos fatores de risco que deverão ser apresentados de decrescente de acordo com a probabilidade de ocorrência e da magnitude das perdas em caso de materialização

Houve também a criação de um novo documento de caráter introdutório que deve ser apresentado nas ofertas públicas. Este documento é a lâmina da oferta e tem o objetivo de apresentar as principais informações da oferta de maneira padronizada, permitindo o acesso de maneira prática e fácil

Ainda relacionado aos documentos pertinentes à distribuição dos valores mobiliários, as instruções anteriores permitiam que o material suporte ao *roadshow* fosse apenas arquivado na CVM. Entretanto, com a nova resolução, todos os materiais que irão prestar suporte ao *roadshow* deverão ser divulgados pelo emissor no mesmo local no qual for feita a divulgação dos demais materiais como a lâmina e o prospecto. Ademais, passa a ser permitida o *net roadshow*, que consiste na apresentação de vídeos pré-gravados da apresentação da oferta aos investidores. Desta maneira, o processo de distribuição torna-se muito mais transparente, uma vez que os interessados na oferta terão acesso a todos os documentos relacionados e poderão também ser introduzidos à oferta de maneira célere, por meio do uso de apresentações gravadas.

Por meio da ampliação dos convênios com as entidades autorreguladoras e pensando em agilizar o processo de registro, os ofertantes poderão solicitar que as entidades autorreguladoras autorizadas pela CVM façam a análise do requerimento da oferta. Por meio dessa nova flexibilização, a CVM poderá dividir as responsabilidades com suas parceiras, permitindo que o processo de registro seja executado em um prazo menor.

A Resolução CVM nº 160 destaca também que as ofertas públicas de valores mobiliários que venham a ser registradas e negociadas em mercados organizados estrangeiros não estarão sujeitos à regulamentação. A própria CVM classificou esse modelo como *safe harbors* e permitirá que gestores de fundos de investimentos, constituídos no Brasil, possam receber informações de ofertas públicas realizadas no exterior, permitindo que o país fique cada vez mais conectado com os mercados estrangeiros

A CVM busca modernizar o arcabouço legal que rege o mercado de capitais brasileiro. A Resolução CVM nº 160 é um exemplo desta busca, que permitirá que as

ofertas estejam sujeitas à regras mais claras e simples, contribuindo para o bom funcionamento do sistema. A partir de 2 de janeiro de 2023, a resolução entra em prática e seus efeitos devem ser continuamente monitorados a fim de garantir a efetividade do mercado.

## **6 CONCLUSÕES**

## 6 CONCLUSÕES

A maturação do mercado de capitais é resultado de um longo processo de desenvolvimento, que vem acompanhando a história econômica brasileira. A partir de estruturas simples e pouco arrojadas, o mercado de valores mobiliários se desenvolveu sempre fazendo frente às necessidades de cada momento econômico. Por meio de estruturas mais complexas e um arcabouço legal e regulatório mais moderno, elaborado nas últimas décadas, foi possível, ao mercado de capitais, se desenvolver de maneira mais linear e estável.

Foi apresentado, ao longo deste trabalho, a importância do crédito rural para a manutenção da produção agrícola brasileira. O desenvolvimento de novos produtos financeiros, como o FIAgro apresentado, é uma estrutura que permitira novas alternativas aos investidores. Mas também tem objetivo de drenar recursos para o agronegócio e, desse modo, conjuntamente com o mercado de capitais, superar os gargalos estruturais que o Brasil enfrenta.

É necessário também criar as bases legais que irão nortear este novo momento do mercado de capitais. Nesse sentido, os órgãos reguladores vêm apresentando soluções que permitirão às empresas o acesso ao mercado de capitais de maneira mais simples e fácil, sem renunciar às validações e registros necessários para que a oferta seja segura e cumpra com todos os requisitos e validações legais.

Entretanto, estruturas mais arrojadas e um ambiente regulatório mais favorável não são suficientes para promover o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. É necessário também um ecossistema que promova este desenvolvimento, bem como que possibilite a inclusão de novos agentes de mercado, permitindo, deste modo, que o mercado de capitais seja mais inclusivo e democrático. Nesse sentido, o Brasil vem apresentando uma agenda favorável do ponto de vista tecnológico, que possibilitará a integração de sistemas, bem como novos serviços ao consumidor.

A análise do atual momento do mercado de capitais vai de encontro com os princípios da literatura econômica. Ao permitir novas estruturas, aumenta-se a oferta



de novos produtos disponíveis aos investidores e aos tomadores desses recursos, que terão cada vez mais alternativas ao crédito bancário. Aliado a isso, fermentas tecnológicas permitirão que cada vez mais investidores possam participar do mercado de capitais. Além disso, alterações no arcabouço legal das ofertas visam garantir uma simetria maior de informações nas ofertas públicas. Todas as medidas apresentadas e aprovadas nos últimos anos apontam para um mercado de capitais menos concentrado e mais competitivo.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Júlio S. Gomes. As reformas financeiras de 1964-65: objetivos, rumos e desvios. **Rio de Janeiro: IEI/UFRJ**, 1984.
- ALVES, ER de A.; PASTORE, Afonso C. A política agrícola do Brasil e hipótese da inovação induzida. 1980.
- ALVES, ER de A.; PASTORE, José. Uma nova abordagem para a pesquisa agrícola no Brasil. **São Paulo, USP/IPE**, 1975.
- ARAÚJO, Paulo Fernando Cidade de. O crédito rural e sua distribuição no Brasil. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 13, n. 2, p. 323-348, 1983.
- ARAÚJO, Paulo Fernando Cidade de. Política de crédito rural: reflexões sobre a experiência brasileira. 2011.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **RESOLUÇÃO DC/BACEN Nº 1 DE 12/08/2020** Acesso em 25 de outubro de 2022.
- BARROSO, Liliane Cordeiro. Open banking: origens, experiências internacionais e a proposta brasileira. 2020.
- BRANDÃO, A. S.; CARVALHO, J. L. Economia Política de las Intervenciones de Precios em Brasil. In: KRUEGER, A. O.; SCHIFF, M.; VALDES, A. **Economia Política de las Intervenciones de Precios em America Latina**. Washington, DC: Banco Mundial (Bird), 1990
- BRASIL. Coleção das Leis do Império do Brasil. **Lei n. 1.083, de 22 de agosto de 1860**. Contendo providencias sobre os Bancos de emissão, meio circulante e diversas Companhias e Sociedades. Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1860. Disponível em: <[https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/legislacao/colecao-anual-de-eis/copy\\_of\\_colecao5.html](https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/legislacao/colecao-anual-de-eis/copy_of_colecao5.html)>. Acesso em: 10 set. 2022.
- BRASIL. Coleção de Leis do Brasil. **Decreto n. 344, de 16 de dezembro de 1895**. Reorganisa a corporação dos corretores de fundos publicos do Districto Federal e providencia sobre as operações por elles realizadas na Bolsa. Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1895. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-354-16-dezembro-1895-540859-publicacaooriginal-42260-pl.html>>. Acesso em: 10 set. 2022.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 400**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários, nos mercados primário e secundário. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 01 de nov. 2022
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 476**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 01 de nov. 2022
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM 160. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/res160.html>. Acesso em: 01 de nov. 2022
- BRASIL. Lei 14.130, de 29 de março de 2021. Altera a Lei N. 8.668, de 25 de junho de 1993, para instituir os Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro), e a Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004; e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 10 jun. 2021.
- BRASIL. Lei 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 15 jul. 1965.

BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 8 dez. 1976.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 15 dez. 1976.

BRASIL. Lei n. 4.347, de 17 de julho de 1964. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 18 jul. 1964.

BRASIL. Lei n. 4.506, de 30 de novembro de 1964. Dispõe sobre o imposto que recai sobre as rendas e proventos de qualquer natureza. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 01 dez. 1964.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 02 jan. 1965.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. A lei das S/A: pressupostos, elaboração e aplicação. 1992.

CAMPOS, Roberto. A lanterna na popa memórias. 1994.

CARDOSO, José Luís. Novos elementos para a história do Banco do Brasil (1808-1829): crônica de um fracasso anunciado. **Revista Brasileira de História**, v. 30, p. 167-192, 2010.

CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. Saint Paul Editora, 2019.

CAVALCANTE, Eric Jardim. O Novo paradigma tecnológico do setor financeiro nacional: a implantação do open banking no Brasil. 2021.

CHANDAVARKAR, Anand. Of finance and development: neglected and unsettled questions. **World development**, v. 20, n. 1, p. 133-142, 1992.

DE JESUS, Ronaldo Pereira. Mutualismo e loteria no Rio de Janeiro imperial (1850-1889). **Revista Mundos do Trabalho**, v. 13, p. 1-19, 2021.

DE COMPANHIAS ABERTAS E. O. MERCADO; MOBILIÁRIOS, VALORES. Frederico Thales de Araújo Martos.

DOS SANTOS, Robério Ferreira. O crédito rural na modernização da agricultura brasileira. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v. 26, n. 4, p. 393-404, 2019.

ESTUDO da CNA vai mostrar como a burocracia afeta o agro. **CNA Brasil** Disponível em: Acesso em: 2 de julho de 2022

GODKE VEIGA, Marcelo; DE MELLO PEDREIRO, Marcela. Ofertas de valores mobiliários com esforços restritos de colocação (Securities Offerings with Restricted Distribution Efforts in Brazil). **Revista Juris da Faculdade de Direito, Fundação Armando Álvares Penteado**, v. 7, 2012

GORENDER, Jacob. Globalização, tecnologia e relações de trabalho. **Estudos avançados**, v. 11, p. 311-361, 1997.

GUIMARÃES, Leonardo. Em um mês, pagamento instantâneo já foi usado por 46 milhões de brasileiros. CNN Brasil Business, 16 dez. 2020. Disponível em: . Acesso em: 20 dez. 2021.

HE, Xiaoming; CUI, Lin; MEYER, Klaus E. How state and market logics influence firm strategy from within and outside? Evidence from Chinese financial intermediary firms. **Asia Pacific Journal of Management**, p. 1-28, 2020.

ÍNDICE de armazenamento de fazenda permanece próximo a 14%. **Conab**. Disponível em: <<https://www.conab.gov.br/ultimas-noticias/4026-boletim-logistico/maio22>>. Acesso em: 2 de julho de 2022

Lapérouse, P. de, & Zavodnyik, M. (2020). *Global Aginvesting Rankings & Trends Report 2019*  
LEITE, Luiz Augusto Oliveira. INCLUSÃO SOCIAL COM USO DE RECURSOS INTERNACIONAIS NO CONTEXTO DA BANCARIZAÇÃO EM CONTRATAÇÕES PÚBLICAS BRASILEIRAS.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock markets, banks, and economic growth. **American economic review**, p. 537-558, 1998.

LEVINE, Ross. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of economic literature**, v. 35, n. 2, p. 688-726, 1997.

LEVY, Maria Bárbara; DE OLIVEIRA, Mercedes Gouvêa Curvello. **História financeira do Brasil colonial**. ibmec, 1979.

LIMA, Herbert; DE REZENDE FRANCISCO, Eduardo. Revolução nos meios de pagamento digitais. **GV-EXECUTIVO**, v. 20, n. 1, p. 22-25, 2021.

LUCAS, Robert E. On the mechanics of economic development. **Econometric Society Monographs**, v. 29, p. 61-70, 1998.

LUXO, José Carlos. Estudo comparativo dos custos operacionais e tributários da securitização e dos FIDCs. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-11, 2010.

MACARINI, José Pedro. Um aspecto da política econômica do "milagre brasileiro": a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 38, p. 151-172, 2008.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. **Artigo pendente de publicação em**, 2011.

NORMANO, Joao Frederico; BRAZIL, A. Study of Economic Types. **Chapel Hill**, 1935.

PADILHA, Marco Tulio Clivati. Crédito bancário e gestão de necessidades de capital de giro. 2020. Tese de Doutorado.

PEREZ, Rafaella Di Palermo; STROHL, Juliana. Open Banking: contexto cultural e experiência internacional. **Fintechs, bancos digitais e meios de pagamento: aspectos regulatórios das novas tecnologias financeiras**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

PIB do agro cresce 8,36% em 2021. **Cepea.esalq.usp**. Disponível em: . Acesso em: 2 de julho de 2022  
POPULAÇÃO mundial deve chegar a 9,7 bilhões de pessoas em 2050, diz relatório da Onu. **Brasil.un**. Disponível em: Acesso em: 2 de julho de 2022.

PORTUGUÊS, Código Comercial. Lisboa: Imprensa Nacional. 1833.

POSER, Norman; ROTH, Allan. Pesquisa preliminar do mercado de capitais brasileiro. **Banco Central do Brasil**, 1965.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Revista Jurídica da Presidência**, v. 14, n. 103, p. 405-427, 2012.

ROMANO, Patrícia Ribeiro et al. Desvendando o Book Building em ofertas de ações. **Revista Brasileira de Casos de Ensino em Administração**, p. c5-c5, 2012.

SAYAD, João. **Crédito rural no Brasil: avaliação das críticas e das propostas de reforma**. Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas, 1984.

SCHUH, George Edward et al. O desenvolvimento da agricultura no Brasil.

SHARMA, Maneesh K.; BINGI, Prasad. The Growth of Web-Based Investment. **Information Systems Management**, v. 17, n. 2, p. 58-64, 2000.

STRINGHAM, Edward; BOETTKE, Peter; CLARK, Jeff R. Are regulations the answer for emerging stock markets? Evidence from the Czech Republic and Poland. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 48, n. 3, p. 541-566, 2008.

ZILIOTTO, Guilherme Antonio. Dívida pública brasileira (1822-2004): sua história e os efeitos sobre o crescimento econômico. 2006.