

Especulação no Mercado Futuro de Commodities Agrícolas e o Papel da Regulação Governamental e da Autorregulação da BM&FBOVESPA

Speculation in the agricultural commodities futures market and the role played by government regulation and BM&FBOVESPA self-regulation

Submetido(submitted): 14/12/2014

Parecer(revised): 05/01/2015

Aceito(accepted): 16/01/2015

Felipe Morelli da Silva*

Resumo

Propósito – O propósito deste estudo é o de abordar a relação existente entre o aumento do preço das commodities agrícolas e sua especulação financeira na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), assim como o papel da regulação governamental e da autorregulação exercida pela própria BM&FBOVESPA frente a esse problema.

Metodologia/abordagem/design – Busca-se retratar o problema e apontar opiniões opostas sobre a possível relação de causa e efeito entre especulação e aumento de preços. Em um segundo momento, procura-se tratar da regulação governamental e das implicações em se ter uma mesma organização, nesse caso a BM&FBOVESPA, responsável por criar normas e simultaneamente participar do mercado.

Resultados – Como resultado, afirma-se a complementariedade entre as formas de regulação, a persistente confusão entre elas e uma maior atenção à natureza das regras criadas, e não tanto à sua organização de origem.

Implicações práticas – Espera-se, desta maneira, contribuir com novas frentes de discussão sobre a regulação dos mercados futuros de commodities, enfatizando uma análise institucional mais profunda, assim como a importância da qualidade das regras criadas e a complementariedade entre distintas formas de regulação para a resolução de problemas.

Palavras-chave: regulação governamental, autorregulação, mercado futuro, commodities agrícolas, especulação.

Abstract

Purpose – This study tackles the relationship between the agricultural commodities price increase and the financial speculation in the commodities exchange (BM&FBOVESPA), and the role of government regulation and self-regulation on that arena.

Methodology/approach/design – At first, it seeks to portray the problem and establish a possible relationship of cause and effect between speculation and price increases. In a second moment, it analyzes the government regulation and the implications in having the

*Engenheiro Agrônomo. Mestrando em Agronegócios pela Universidade de Brasília e bolsista da CAPES. E-mail: fms.morelli@gmail.com.

same regulatory body - BM&FBOVESPA - responsible for creating rules and simultaneously participates in the market.

Findings – *As a result, this study affirms the complementarity between the two forms of regulation, the persistent confusion between them and the need for rather addressing the nature of the rules than its source organization.*

Practical implications – *With this, I hope to contribute with new areas of discussion about commodity futures trading regulation, emphasizing deeper institutional analysis, as well as the importance of quality of established rules and the complementarity between different forms of regulation.*

Keywords: *Government regulation, self-regulation, futures market, agricultural commodities, speculation.*

1. Introdução

Temas envolvendo especulação, regulação e autorregulação das bolsas de mercadorias são de extrema importância para o direito regulatório, uma vez que os processos especulativos sobre commodities agrícolas podem estar afetando direitos fundamentais, como o direito a alimentação. Também é possível relacionar a especulação em bolsas de mercadorias com fortes discursos internacionais que defendem maior regulação, principalmente após a crise de 2008, quando parte dos fundos de investimentos migraram para contratos futuros das principais commodities agroalimentares por estas serem contratos de derivativos. O tema é agravado pela difícil tarefa de se medir o real nível de influência sobre os preços das commodities agrícolas e seus alimentos derivados. Outro fator que deixa o tema ainda mais complexo é a existência simultânea de regulação governamental e regulação privada sobre o funcionamento da bolsa de mercadorias no Brasil e seus diferentes atores.

Diversos autores da área jurídica (Bonine, 2009; Calabro, 2010; Dias e Becue, 2012; Pinheiro, 2007; Paula, 2004) vêm trabalhando sobre o mercado de capitais, e abordado temas como regulação, autorregulação, natureza jurídica das bolsas, o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e instrumentos regulatórios. No entanto, bibliografias que tratem o mercado de capitais e destaquem a particularidade daqueles valores mobiliários que envolvem commodities agrícolas, ou seja, os contratos futuros e de opções, são relativamente escassas no Brasil. A partir da crise financeira de 2008, passou-se a dar maior ênfase ao tema das commodities agrícolas, porém, inicialmente tal ênfase deu-se somente dentro de uma perspectiva econômica. Desta forma, um dos objetivos desse artigo também é o de abordar a problemática sobre a escassa literatura nacional que aborda a regulação dos mercados futuros de commodities agrícolas após a crise financeira de 2008.

O foco no mercado de futuros, o que pode ser entendido como um recorte do mercado de valores mobiliários, deveu-se a duas razões: a primeira diz respeito a uma tentativa de limitação da abrangência do artigo em si, uma vez que a análise de todo o mercado financeiro se mostraria bastante extensa e dispendiosa para aquilo que é proposto; a segunda razão pode ser explicada pela importância que esse mercado vem galgando dentro da Bolsa de Valores.

Dessa forma, estruturou-se o artigo em cinco partes, em que a primeira trata das bolsas de mercadorias, suas origens e seus papéis sociais; a segunda parte detalha o funcionamento dos mercados futuros e seus componentes; a terceira parte trata do aumento do preço das commodities agrícolas e das especulações no mercado futuro; a quarta parte faz um relato das falhas de mercado; a quinta parte expõe o conflito entre regulação e autorregulação da BM&FBOVESPA e a possibilidade de coexistência entre elas; e, por fim, na quinta parte, apresenta-se uma visão institucionalista das bolsas de mercadorias, baseada principalmente na teorização de Douglass Cecil North.

Compreendendo a complexidade do assunto, não se tem aqui a pretensão de chegar a uma resposta única e isolada. Pelo contrário, pretende-se reforçar a discussão do tema no âmbito jurídico e regulatório, além de trazer novos fatos e de propor certo direcionamento para discussões futuras. Acredita-se também que alguns modelos institucionais, tais como o de Douglass Cecil North, possam revelar novos horizontes para a discussão que paira sobre a regulação dos mercados futuros. Espera-se inclusive, ao final desse artigo, revelar a complementaridade existente entre as regras criadas pela CVM e pela BM&FBOVESPA, assim como a importância da qualidade das regras criadas para um bom funcionamento do mercado futuro de commodities agrícolas.

2. O surgimento das Primeiras bolsas e o caso da BM&F

2.1 A origem das bolsas

Em um levantamento sobre o surgimento das primeiras Bolsas, Bonini (2009) relata a influência do sistema político da época – Estado Liberal – na forma como elas eram organizadas. O indivíduo por si só organizaria o mercado, buscando a estabilidade por meio das leis da oferta e demanda e sem a intervenção do estado *corrupto* na regulação. Ou seja, os agentes privados se autossustentariam.

O liberalismo, como filosofia política, por meio de um conjunto de leis e da força burguesa, submetia o rei em um primeiro momento e serviria de combustível para a ideia de um Estado Mínimo, ou seja, de mínima intervenção estatal na vida da sociedade, o qual estaria bem representado pelo lema de sua época. Segundo Bonini (2009) o lema “igualdade, liberdade e propriedade” deveria ser interpretado da seguinte maneira: a igualdade formal, a liberdade de

mercancia e a propriedade privada. Desta forma, o mercado de capitais nessa época caminhava por suas próprias regras, o que Bonini denominou de autorregulação às escuras e baseada em costumes.

É relevante destacar que o uso da palavra “bolsa” no sentido aqui empregado, comercial e financeiro, se deu pela primeira vez na capital de Flandres, Brujas, uma vez que seus mercadores organizavam assembleias em frente à casa de Van Burse, o qual utilizava um brasão com três bolsas para representar sua honradez diante da atividade mercantil (Max, 1999 *apud* Bonini, 2009)

Arruda (2009), considerando a semelhança entre nosso mercado futuro atual e aqueles mercados que no passado já realizavam negociações com entrega futura do produto, defende já haver indícios de tais mercados a mais de quatro mil anos entre o Oriente Médio e a Índia, mas que, no entanto, seria no Japão feudal do século XVII onde seriam adotadas práticas nos mercados que mais os aproximariam do mercado futuro atual.

Teweles e Jones (1998) datam os primeiros casos registrados de contratos futuros no século XVII no Japão. Segundo eles os senhores feudais japoneses, sentindo a necessidade de receberem moedas quando delas precisassem, passaram a enviar parte de suas produções de arroz a depósitos localizados nas cidades de Osaka e Edo, e a vender partes de seus estoques assim que sentissem necessidade por moedas. Dessa maneira, como forma de acelerar tais transações, eles introduziram os bilhetes de arroz, que valiam certa quantia e representavam determinada quantidade de arroz armazenado. Tais bilhetes evoluíram com o tempo e passaram a circular como moeda em que muitas vezes o arroz ainda não havia chegado até os armazéns.

Sztajn (1999) também expõe a importância que teve o desenvolvimento das feiras, ainda no século XII, no norte da Itália (Gênova, Florença, Veneza, Piza e Milão) e na região de Flandres (Holanda e Bélgica) para a evolução dos contratos futuros. Segundo a autora, foram nessas feiras que surgiram certos contratos prevendo a entrega futura de bens adquiridos, ou seja, contratos a termos, os quais eram denominados por *Lettre de faire*. Ela também relata a compra e venda baseada em amostras dos produtos, já como forma de padronização, realizada no centro de encontro de compradores e vendedores ingleses, a Royal Exchange (posteriormente dividida em *exchanges*, ou bolsas especializadas, as quais futuramente formariam a London Commodity Exchange) e o uso de um código de regras, o *lex mercatoria*, para definir cláusulas e termos nos contratos estabelecidos entre tais comerciantes. Tais relatos constituem aquilo que aqui são percebidas como etapas da evolução do que, hoje, é denominado de contrato futuro.

De forma mais genérica Bonini (2009) apresentará as bolsas de valores como fruto da transformação de simples feiras mercadológicas em verdadeiras

estruturas do capital, onde estaria circulando o poder econômico, e nessa perspectiva de análise, citando Pinheiro (2007), também dirá que a origem das bolsas estaria ligada à história econômica da Grécia com as bolsas do comércio, o *Collegium Mercatorum* romano, ou aos bazares palestinos.

É indispensável destacar a forma como Bonini (2009) descreve o surgimento de uma das Bolsas mais importantes dos EUA, a Bolsa de Nova Iorque – New York Stock Exchange (NYSE) –, que teria ocorrido pelo encontro de agentes financeiros sob a sombra de uma árvore em Wall Street para discutirem as normas de suas transações comerciais sem a intervenção do Estado.

Segundo Marques et al. (2006), os mercados futuros como são conhecidos atualmente tiveram sua origem com a criação da *Chicago Board of Trade* (CBOT). Especificamente no Brasil, esse mercado foi inaugurado com os contratos futuros operacionalizados pela Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), sofrendo um grande avanço com a Bolsa Mercantil & de Futuros (BM&F), que futuramente iria se chamar Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) ao incorporar a BMPS.

2.2 A origem da BM&F

A bolsa de mercados futuros no Brasil possui um importante papel social na descoberta de preços futuros, na redução de riscos ligados à flutuação de preços e ao permitir o acesso de qualquer pessoa ao mercado em condições igualitárias (Schouchana, 2004). Sztajn (1999) assegura que a bolsa de mercados futuros seria responsável também por garantir que seus membros e as pessoas autorizadas a operar em seu interior tenham recursos para exercer suas operações, garantir que os contratos possam ser celebrados de forma rápida e eficiente e permitir a liquidação e a existência de margens de garantia para o adiantamento de contratos. E como um de seus papéis reguladores, caberia a ela a manutenção das condições de competitividade, por meio do combate a tentativas de manipulação de preços. Apesar de não haver uma demanda social clara para o seu surgimento, existe um importante esforço em se fazer conhecer ao diversos atores as vantagens de se trabalhar em seus mercados.

Segundo Arruda (2009) a ideia de se fundar a BM&F partiu de dentro da própria Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), a partir de seu conselho administrativo, representado na época por Eduardo Rocha Azevedo, e de seu corpo técnico, representado por Mendonça Netto. Sendo notório que a fundação da BM&F partiu daqueles profissionais que estavam intimamente ligados ao mercado de capitais brasileiro os quais tinham por objetivo a intermediação nos negócios com títulos e a administração de recursos próprios e de terceiros.

Um fator decisivo no sucesso da BM&F logo em seus primeiros anos de funcionamento deveu-se ao crescimento exacerbado da inflação nesse mesmo

período, o que forçava muitos agentes a procurarem estratégias de *hedge* para se protegerem. No entanto, tal desempenho foi precocemente prejudicado pelo Plano Cruzado (Decreto-lei nº 2.283/86) o qual congelou preços e salários, extinguiu a correção monetária e criou o índice de preços ao consumidor (Bonini, 2009).

O objetivo da Bolsa Brasileira de Mercadorias, que iniciou suas atividades em outubro de 2002, tinha como intuito formar um grande mercado nacional para commodities agropecuárias, com um sistema organizado e moderno para comercialização e formação de preços. Era composta pela reunião da BM&F e das Bolsas de Mercadoria dos estados de Goiás, Mato Grosso do Sul, Minas Gerais, Paraná e Rio grande do Sul e da cidade de Uberlândia (MG) (Bonini, 2009).

Portanto, entende-se o comércio de commodities como fruto do aperfeiçoamento do mercado financeiro, e em particular do mercado de capitais, e que hoje existe uma indústria composta de derivativos, estes divididos entre aqueles que são financeiros e aqueles que são agropecuários. No entanto, apesar de o Brasil ser um país com tradição agrícola e bastante competitivo neste campo, parte ínfima dos contratos futuros negociados são contratos envolvendo commodities agrícolas.

3. O mercado futuro na BM&FBOVESPA

Retrata-se aqui, o mercado futuro, seus componentes, seus atores e seu funcionamento, de forma simples e que possa permitir a compreensão das demais partes do artigo. Quanto aos seus componentes, serão retratados aqui a Bolsa de Mercados Futuros, as *clearing houses*, as corretoras e o contrato em si e os atores, que são os *hedgers*, arbitradores e especuladores. Quanto ao funcionamento, será detalhado o processo de descoberta dos preços futuros, a maneira como se compra e vende os contratos e a forma como se dá a sua execução.

O mercado futuro deve ser entendido como uma forma de controlar o risco gerado pela flutuação do preço e que, para as commodities agrícolas, também estaria relacionado ao clima, à disponibilidade de crédito e à operacionalização. Seria, portanto, o local onde compradores e vendedores de determinado ativo fixam o preço com vencimento para uma determinada data.

No entanto, para que o mercado futuro possa existir, é indispensável que certas condições sejam atendidas, tais como: a possibilidade de padronização e homogeneização do produto; a existência de grande oferta e demanda por esse produto assim como certa volatilidade de preços; um mercado a vista transparente, sem formação de monopólios ou constrangimento governamental; e regras mercadológicas estáveis.

3.1 O contrato futuro

Os contratos negociados na bolsa de futuros são padronizados e sua data de vencimento é definida em função dos principais meses de safra e entressafra do produto. A ordem de compra ou venda de tais contratos é emitida por um corretor credenciado pela bolsa e em nome de seu cliente, e é importante ressaltar que tais negociações ocorrerem em horários definidos pela própria bolsa. Sob um olhar jurídico Sztajn (1999) explicita o que são os contratos futuros:

“Os contratos futuros são operações socialmente tipificadas, padronizadas, cujas cláusulas são predispostas pelas bolsas em que sejam admitidos à negociação, com a finalidade de torná-los fungíveis, de um lado, permitindo que circulem, e de evitar questões quando da execução da obrigação, no caso de entrega dos bens, de outro (com a padronização da qualidade dos bens, pode tratar-se a compra futura como venda por amostra). Não apenas socialmente tipificados, mas rígidos por disposições de autoridade administrativa – Banco Central do Brasil quando há moeda, juros ou ativo financeiro envolvido, Comissão de Valores mobiliários no caso de um bem subjacente ser valor mobiliário ou versar sobre valor mobiliário, ou fiscalizados pela bolsa, em regime de autorregulação, os contratos futuros aparecem, no tráfico, com função de garantia ou operação financeira.”

As negociações com contratos futuros, segundo o Código Civil de 1916, art. 1.479, eram equiparadas às práticas de jogo, uma vez que a liquidação desses contratos se dava pela diferença entre o preço de ajuste e a cotação da mercadoria na data de vencimento. Como o art. 1.477 do antigo Código Civil estipulava a não obrigatoriedade de pagamento das dívidas oriundas de jogos, isso gerava enorme instabilidade e incerteza jurídica nas práticas de compra e venda nos pregões da BM&F de contratos futuros (Paula, 2004). A inexigibilidade judicial das dívidas oriundas do mercado futuro só foi resolvida com a entrada em vigor do novo Código Civil, em que, segundo o seu art. 816, as disposições dos artigos 814 e 815, ou seja, aquelas que tratam da não obrigatoriedade de pagamento de dívidas de jogos ou apostas, não se aplicam mais a contratos negociados na bolsa de valores ou mercadorias. Com isso, a liquidação agora pode ocorrer baseada unicamente na diferença entre o preço de ajuste e a cotação que ele tiver no vencimento do ajuste.

Hoje, em acepção legal, os contratos futuros de opções e outros derivativos se enquadram como um tipo de valor mobiliário segundo o art. 2º da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, sujeitando-se assim, às regras e à fiscalização da CVM, que pode recusar a aprovação de regras da bolsa para tais contratos sempre que considerá-las insuficientes para o adequado funcionamento dos mercados de valores mobiliários.

É indispensável destacar que aquilo que se denomina por “contrato futuro” também pode ser tratado pelo termo “derivativo”. Segundo Hull (1995)

um derivativo, ou produto derivado, pode ser definido como um título cujos valores dependem dos valores de outras variáveis mais básicas. Portanto, um contrato futuro de algumas commodities seria um derivativo, pois seu valor depende do preço dessa commodity em si. Como exemplo, o preço do contrato futuro do café é um derivativo na medida em que seu preço depende do preço da saca do café no mercado a vista. Ainda citando Hull (1995) não haveria limites para as inovações na criação de títulos derivativos e cita como exemplos os operadores que praticam esqui e que poderiam emitir títulos cujo retorno dependeria do volume de neve caído em determinada estação de esqui, ou mesmo os bancos que poderiam criar instrumentos de depósito onde os juros pagos seriam vinculados à performance do time de futebol local.

Para os operadores do direito e dos mercados, seria conveniente o conhecimento de que certos fatores devem ser considerados na hora de se formular ou mesmo modificar um contrato futuro, entre eles: é preciso existir uma ligação entre o mercado futuro e o mercado a vista, além de certa incerteza e volatilidade dos preços e uma relativa ausência de regulação governamental. Isso pode explicar em parte a difícil tarefa de se introduzir um contrato futuro de arroz, por exemplo. Segundo Capitani et al. (2011), apesar de existirem vários fatores favoráveis à introdução de um contrato futuro no Brasil para a produção de arroz, esbarra-se na forte intervenção governamental, principalmente nas políticas de garantia de preços mínimos, o que torna inviável o desenvolvimento de formas privadas de redução de riscos e fixação de preços como é o caso do mercado futuro.

3.2 As *clearing houses*

Um dos principais papéis das Câmaras de Compensação e Liquidação, ou *Clearing Houses*, é a manutenção do bom funcionamento dos mercados futuros. De forma sucinta, diz respeito à liquidação física e financeira dos contratos. No vencimento do contrato, a parte em posição vendida irá receber a quantia referente ao número de contratos possuídos por meio da *Clearing House*, e não através da parte de posição comprada no contrato. Isso garante dinamismo ao sistema. Para Marques et al. (2006), as funções da *Clearing House* seriam realizadas por empresas contratadas ou mesmo por um departamento da própria bolsa, que cuidaria de todos os pagamentos e recebimentos, assumindo a contraparte de todas as operações. Desta forma, as câmaras de compensação serviriam para evitar inadimplência dos clientes e do sistema como um todo, administrando tais riscos por meio da exigência de margens de garantia e impondo limites operacionais (Schouchana, 2004).

As câmaras de compensação, portanto, garantem o cumprimento daquilo que foi acordado nos contratos futuros uma vez que elas têm a custódia dos depósitos de garantia oferecidos pelos operadores do mercado. Elas podem ser

parte da bolsa, como no caso da BM&FBOVESPA ou podem ser uma empresa contratada, como no caso da *Chicago Board of Trade* (CBOT).

3.3 O juízo arbitral

Na bolsa, o órgão voltado para a resolução de questões conflituosas entre atores que, de alguma forma, participam de suas atividades é o juízo arbitral, o qual recorre a um árbitro com conhecimentos suficientes sobre o funcionamento da bolsa. Sua vantagem está na promoção de julgamentos mais céleres quando comparado com a justiça comum.

3.4 Corretoras

Um agente, pessoa física ou jurídica, é impossibilitado de comprar ou vender contratos diretamente na bolsa de valores, até mesmo pela capacidade do espaço físico de negociação, tendo que se valer de uma corretora habilitada que será a intermediária para a compra e venda de contratos entre os agentes. Uma taxa de corretagem é cobrada sobre cada negociação e uma porcentagem sobre essa taxa é cobrada pela bolsa de mercados futuros.

3.5 Atores do mercado futuro (*hedgers*, especuladores e arbitadores)

Quanto aos atores que participam do mercado futuro, a princípio caberia a identificação de três principais: os *hedgers*, os especuladores e os arbitadores. Sob um olhar pouco atento, seria difícil à distinção entre eles. No entanto, ao analisar a forma como operam no mercado futuro, torna-se mais clara a separação em nível de objetivo entre eles. Qualificam-se como *hedgers* aqueles atores que operam no mercado futuro com o objetivo de fixar seus preços em uma data futura e com interesses diretos sobre a commodity, cabendo aqui uma distinção entre *hedges* de venda, ou seja, que tomam uma posição de venda perante um contrato, e os *hedgers* de compra, que por sua vez tomam uma posição de compra. Enquanto isso, os arbitadores operam entre dois ativos ou mercados que apresentam certa diferença de preços, o que, por conseguinte, lhes permitem obter um lucro seguro. Um exemplo de arbitragem encontra-se na realização de operações envolvendo a compra de café em uma bolsa de um determinado país e a venda em uma bolsa distinta de outro país, aproveitando-se, portanto da diferença de preços entre duas praças (Schouchana, 2004). Já o especulador estaria operando de maneira a assumir os riscos da flutuação dos preços, comprando e vendendo contratos de forma a obter certo lucro sem ter reais interesses na mercadoria física.

Alguns autores, de forma mais incisiva, chegam a postular que os especuladores não detêm real interesse no mercado agrícola, a não ser o de se utilizarem dos contratos futuros como forma de valorização do capital (Arruda, 2009). No entanto, sabemos que a figura do especulador é importante para a

liquidez dos contratos futuros, o que se refletirá em benefícios para aqueles que buscam fazer operações de *hedge* na bolsa em virtude do aumento da liquidez de tais contratos.

Cabe destacar que, em nível de regulação, segundo o exposto por Zugaib (2011) sobre a relação que teriam os especuladores e o preço internacional das commodities agrícolas, a proporção internacional que tomou a discussão da elevação dos preços de diversas commodities acabou envolvendo várias instituições internacionais, as quais cobraram da *Commodities Future Trading Commission* (CFTC) uma revisão de seus históricos semanais, os *Comercial Traders*, o que acabou por revelar uma forte participação dos especuladores na definição dos preços internacionais dessas commodities. Daniel et al. (2011) também propõem maior regulação dos agentes especulativos no mercado futuro de forma a evitar que grandes investidores, individuais ou institucionais, influam prejudicialmente na elevação anormal dos preços das commodities agrícolas.

Silva (2008) citado por Daniel, et al. (2011) acredita que a proposta do governo Norte-Americano por uma ação conjunta entre a CFTC, com responsabilidade de fiscalizar os mercados futuros, e a *Security Exchange Commission*, responsável por regulamentar os ativos financeiros, seria um sinal de reconhecimento do salto nas cotações de commodities gerado por componentes especulativos.

Ainda existe no meio jurídico uma preocupação em se determinar até que ponto a atividade especulativa no mercado futuro pode ser vista como um negócio legítimo ou como jogo ou aposta, uma vez que seria impossível determinar todas as variáveis que influenciam o preço futuro dos derivativos e prever o seu comportamento, cabendo ao especulador uma decisão em aposta ou não sobre oscilações futuras desse preço. Nesse caso Sztajn (1999) sustenta que existe certa cautela por parte da maioria dos ordenamentos jurídicos ao tratar do tema uma vez que a especulação sobre variação de preços ou valor de bens poderia estimular comportamentos imorais.

4. O Aumento do preço das commodities agrícolas

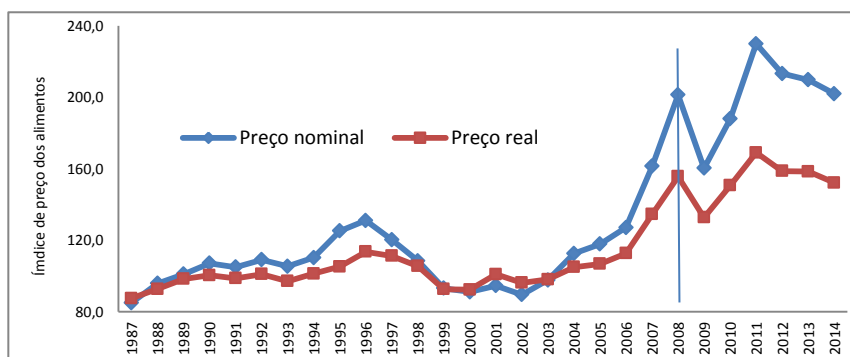
Zugaib (2011), analisando o aumento do preço do cacau no mercado internacional, apresenta algumas causas importantes para esse aumento, tais como: o aumento do teor de cacau utilizado na elaboração do chocolate; o envelhecimento das lavouras cacaueiras; mudanças climáticas; bem como conflitos bélicos em países produtores como a Costa do Marfim.

No entanto, uma nova causa para esses aumentos seria a migração dos fundos de investimento, que residiria no fato desses atores, na busca de se recuperarem das perdas motivadas pela crise das *subprimers*, pela queda nos valores das ações de Wall Street e pela intensa desvalorização do dólar,

buscarem mais segurança no mercado de commodities agrícolas, inclusive o cacau.

A Organização das Nações Unidas voltada em parte para a segurança alimentar no planeta, *Food and Agricultural Organization* (FAO), defende um discurso que coloca os derivativos agroalimentares no centro da elevação dos preços dos alimentos no mundo. Um dos frutos desse discurso é o início da publicação do Relatório Suplementar pela *Commodities Future Trading Commission* (CFTC), abrangendo produtos básicos para a alimentação humana, tais como trigo, milho, suco de laranja, açúcar e café. Portanto, o que poderia estar colocando em risco a segurança alimentar de milhares de pessoas vem sendo estudado a fundo e com vários autores, tanto contrários, como defensores do discurso da FAO.

Exemplo disso pode ser encontrado no trabalho de Herreros et al. (2010), que aponta três fatores principais para o aumento do preço das commodities agrícolas: a desvalorização do dólar por meio da política de *quantitative easing*; a redução das transações reguladas de futuros e o aumento das transações não reguladas realizada nos mercados eletrônicos – os *Over-the-Counter* (OTC); e a atuação dos *Commodity Index Traders* (CIT) – fundos de investimento – no mercado futuro, o qual vinha sofrendo investigação pelo Congresso americano desde 2006. Segue-se o índice de preço dos alimentos calculado pela FAO para o período de 1988 a 2014 e construído com base na média dos preços de cinco grupos de commodities – óleos vegetais, cereais, carne, açúcar e produtos lácteos –, onde, a princípio, nota-se uma maior volatilidade para os anos que se seguem ao ano de 2008:



Fonte: Elaboração do autor com dados de série histórica disponibilizada pela FAO.

Gráfico 1: Índice de preço dos alimentos calculado pela FAO para o período de 1988 a 2014

Uma importante relação que deve ficar clara é aquela entre commodities e produtos alimentícios. Produtos como farinha, óleo, fubá e canjica, ou seja, produtos voltados para a alimentação humana, são derivados do milho processado industrialmente por diferentes indústrias. Portanto, caso ocorra elevação nos valores das commodities (milho), ter-se-á uma elevação também nos produtos empregados na culinária doméstica.

Por outro lado, existem aqueles que defendem uma maior complexidade na formação dos preços das commodities agrícolas, e que reduzem, portanto, a importância do mercado futuro sobre esse aumento. Daniel et al. (2011), citando Lima e Margarido (2008), relacionam essa alta de preços a fatores como crescimento na demanda alimentar mundial, rápido crescimento populacional, produção de biocombustíveis e aumento do consumo per capita de alimentos. Segundo Mitchell (2008), parte da elevação dos preços dos alimentos também estaria relacionada com a desvalorização do dólar e com o aumento de reservas cambiais em dólar por vários países, entre eles, a China, o que gera dúvidas quanto à real participação dos especuladores na formação dos preços e a necessidade de uma regulação governamental, ou autorregulação, mais forte sobre o mercado de futuros.

Irwin et al. (2009) argumentam que a especulação financeira, principalmente por meio de *index funds* – planos de investimentos coletivos – não estaria relacionada com as mudanças nos preços futuros das commodities e que, pelo contrário, existe até um certo histórico de ataques à especulação durante os períodos de extrema volatilidade dos mercados. Afirmam inclusive que não há evidências estatísticas de tal relação.

Ainda segundo Irwin et al. (2009), existe uma inconsistente afirmação de que a especulação dos *index funds* no mercado futuro estaria acarretando elevação dos preços das commodities, inclusive no mercado *spot*, ou seja, no mercado físico onde a entrega e o pagamento pela mercadoria são imediatos. No entanto, os autores citam quatro exemplos de commodities que não estão ligadas à especulação dos *index funds*, mas que mesmo assim apresentaram elevação dos preços. Segundo tais autores, entre janeiro de 2006 e abril de 2008, houve elevação dos preços no mercado futuro do arroz em casca na ordem de 162%, e no mercado futuro do leite na ordem de 37%, mesmo tais produtos não fazendo parte do índice de commodities monitoradas pelos *index funds*. De forma análoga, mesmo aqueles alimentos que não possuem mercado futuro, e que, portanto, não sofreriam influência especulativa, como a maçã e o feijão, apresentaram aumento de preços na ordem de 58% e 78% respectivamente, e para o mesmo período que o leite e o arroz em casca.

Commodity	Período		Variação
	janeiro/06	abril/08	
Commodities com mercado futuro e não incluídas em <i>index</i> populares			
Arroz em casca	\$8.27/lb.	\$22.17/lb.	168%
Leite	\$12.65/cwt.	\$17.29/cwt.	37%
Commodities sem mercado futuro			
Maçã	\$0.26/lb.	\$0.41/lb.	58%
Feijão	\$19.30/cwt.	\$34.40/cwt.	78%

Nota: Valores cotados em dólar. 1lb (Pound) equivale a 0.45359237 kg. A unidade cwt equivale a 45,359237 kg. Fonte: Irwin et al. (2009)

Tabela 1: Variação do preço de commodities não incluídas em *index* populares para o período de 3 de janeiro de 2006 a 15 de abril de 2008

Argumento diverso parte dos autores Dall'Agnol e Hirakuri (2008) citados por Daniel et al. (2011), que afirmam que a elevação dos preços dos alimentos vem sendo puxada principalmente por uma maior demanda, e que, dessa forma, os produtores estão sendo recompensados por um período anterior de preços baixos, em que trabalhavam com uma baixa ou inexistente margem de lucro, permitindo-lhes assim concluir que seria preferível ter no mercado, produtos agrícolas com preços mais elevados do que não tê-los de forma alguma.

Por outro lado, o Mercado de Futuros presta um papel social de extrema importância devido principalmente à sua capacidade de descobrir preços futuros para as commodities nele negociadas, possibilitando assim o planejamento e a tomada de decisões de forma antecipada pelos agentes econômicos (Sztajn, 1999). Outra função de tal mercado que merece destaque é a possibilidade de fixação de preços, ou, em outros termos, a possibilidade de um vendedor e um comprador antecipadamente acordarem o melhor preço da commodity para ambos e assim eliminarem o risco provocado pela flutuação do preço, o que de certa forma estaria tornando o mercado mais estável.

5. Falhas de mercado e regulação

A regulação governamental segundo Marques et al. (2006) resolveria aquelas falhas de mercado que exigem a atuação de algum órgão governamental regulador, e que, portanto, envolveriam custos em se criar e administrar agências reguladoras, bem como custos para coletar informações e monitorar o mercado.

Dentre essas falhas, os autores citam a assimetria de informação, o poder de mercado, a externalidade negativa e os bens públicos.

Quanto à assimetria de informação enquanto falha de mercado e no campo dos contratos futuros, pode-se descrevê-la como a existência de uma diferença de nível de conhecimento entre aqueles agentes que se propõem a acordar sobre um ativo. Nesse sentido, é possível relacionar a incompletude contratual com as condições ambientais que não podem ser antecipadas, a presença de termos ambíguos ou vagos, o descuido de uma das partes em considerar determinado aspecto e a existência de informações assimétricas. Williamson (1971) coloca em dúvida se um contrato com alto custo e que se disponha a abordar todas as contingências será bem sucedido, uma vez que considera ser inviável e até mesmo impossível criar tal contrato com todas as possíveis contingências e que estipule respostas para cada evento possível. Mas por outro lado, o autor observa nos contratos excessivamente incompletos uma oportunidade para a divergência e para as ações oportunistas.

Como um forte exemplo daquilo que, anteriormente foi tratado como assimetria de informação, observam-se os casos de *insider trading*, em outras palavras, o uso de informações que ainda não foram divulgadas ao público, mas que são usadas por determinados agentes com intenção de auferir lucros. Ainda quanto a isso, destaca-se a fala do então presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, ao proferir seu voto no Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 18/01:

“O *insider trading*, a negociação com informação privilegiada, não disponível aos demais agentes, inclui-se entre as mais graves infrações em mercado de capitais exatamente porque o subverte naquilo que tem de mais fundamental, que é a confiança nos agentes e nas informações disponíveis. Dessa forma, por uma questão de proporcionalidade, tratando-se de conduta das mais graves, é correto que sejam aplicadas punições graves, como as multas pecuniárias máximas e a pena de suspensão da autorização do exercício da função de administrador de carteira, propostas pelo voto do Diretor Relator e por isso endossadas pelos demais membros do Colegiado.”

Segundo Dias e Becue (2012), tais problemas de falha de mercado geralmente são solucionados por meio de normas de *disclosure* – transparência nas informações. Assim estariam reduzindo os riscos que não aqueles inerentes ao próprio investimento.

Em específico para o mercado futuro, há o caso dos irmãos Hunt, os quais se tornaram personagens conhecidos entre os casos de manipulação de preços. Ao mesmo tempo em que eles compravam grandes quantidades de prata no mercado físico, também financiavam grandes posições no mercado futuro da prata. Desta forma, sabiam exatamente a hora de entrar ou sair do mercado

futuro da prata, prejudicando os demais participantes que viam o preço futuro flutuar rapidamente. Interessante destacar a defesa de seu advogado ao apontar para as mudanças climáticas como a real causadora das flutuações nos preços (Labaton, 1988)

O poder de mercado de certas empresas lhes possibilita a fixação de preços para os ativos, o que de certa forma seria mortal para o desenvolvimento de mercados futuros, uma vez que a sua existência depende diretamente de um mercado competitivo, amplo e com vários vendedores e compradores com pouca ou nenhuma capacidade de influenciarem individualmente o preço do ativo. Segundo Pindyck e Rubinfeld (2009), os tribunais norte-americanos estariam utilizando o termo “poder de monopólio” para indicar um elevado grau de poder de mercado, o que seria suficiente para se justificar uma inspeção especial de acordo com a lei antitruste daquele país.

Segundo tais autores, a saída regulamentar por meio de imposição de impostos às empresas com poder de mercado, *in casu*, àquelas empresas monopolísticas, poderia causar um aumento do preço do bem aos consumidores em quantidades às vezes superiores ao próprio imposto, e mesmo que todos os benefícios do monopolista fossem tomados pelo estado e redistribuídos aos próprios consumidores, ainda haveria ineficiência no mercado gerada pela produção reduzida do bem pelo monopolista.

Ainda conforme Pindyck e Rubinfeld (2009), nos EUA, o artigo 2 da Lei Antitruste de 1890 (*Sherman Act*) declara ilegal o monopólio, ou a tentativa de se monopolizar um mercado e proíbe aquelas conspirações que planejam tal ato. Também citam que a Lei Antitruste de 1914 (*Clayton Act*) contribuiu para apontar aquelas práticas que seriam anticompetitivas, proibindo também as fusões e aquisições que possam significar a criação de monopólios. Por fim, outra importante contribuição para a legislação antimonopólio nos EUA seria a criação da *Federal Trade Commission* (FTC) criada pelo *Federal Trade Commission Act* e suas alterações.

Faz-se, portanto, necessário a aplicação de leis antimonopólio que impeçam o surgimento de custos sociais e restrinjam o acúmulo do poder de mercado pelas empresas. Porém, é importante ressaltar que a regulação dos preços pelo Estado, apesar de ser um caminho que permite eliminar as perdas provocadas pelo monopólio, não permitiria que o mercado futuro se desenvolvesse, uma vez que a variação nos preços dos ativos seria uma condição irrevogável neste mercado.

Um retrato disso foi feito por Vian e Quintino (2006) ao estudarem o mercado futuro do álcool. Segundo eles, o mercado sucroalcooleiro passou por um profundo processo de intervenção e regulação, iniciados no final da década de 1920 com a criação do Instituto de Açúcar e Alcool (IAA), e culminou com o processo de liberalização promovido na década de 1990. A criação de um

contrato futuro para o álcool, portanto, só pode ser realizado após a eliminação de sistemas que impunham cotas de produção e fixavam os preços no mercado sucroalcooleiro – Estatuto da Lavoura Canavieira – além de diversos subsídios advindos do programa governamental Proálcool.

O investimento em mercados futuros viu-se atrasado por décadas devido a uma forte intervenção do Estado na economia, bem como a uma instabilidade elevada da moeda e da economia como um todo. Consequentemente, aqueles que gostariam de investir em ativos mais rentáveis se deparavam apenas com as cadernetas de poupança e os fundos de renda fixa. No entanto, a história recente dos contratos futuros de algumas commodities no mercado se vê rodeada por dúvidas: uma delas, a atividade especulativa com commodities agrícolas.

Uma importante forma de autorregulação empregada pela bolsa de mercados futuros seria a imposição de limites diários de oscilação dos preços. Como exemplo, para os contratos futuros de etanol anidro carburante, a BM&FBOVESPA tem a liberdade de alterar o limite de oscilação de preços de qualquer vencimento e a qualquer momento que achar oportuno, mesmo durante o pregão, bastando para isso à emissão de um comunicado ao mercado com 30 minutos de antecedência. Hull (1995) explicita que tais limites diários de preço são controversos, pois, ao prevenirem que um excesso de especulação gere grandes oscilações nos preços dos derivativos, esse sistema também estaria criando barreiras artificiais às negociações.

6. Regulação governamental versus autorregulação da BM&FBOVESPA

O sistema de regulação do mercado se dá de forma mista com a atuação da bolsa e de uma entidade governamental hierarquicamente superior a essa. Tais sistemas mistos ainda são divididos em três. No primeiro, o Estado prepondera sobre a regulação sem excluir a autorregulação das bolsas, mas limitando a atuação das mesmas com um conjunto de leis (nesse caso cabe às bolsas regularem os mecanismos de negociação). No segundo, ocorre algo mais maleável, em que a bolsa teria relativamente uma maior liberdade para organizar seu funcionamento. No terceiro tipo de sistema misto de regulação, este sim aplicado às bolsas brasileiras, seriam garantidas amplas responsabilidades à bolsa que as compartilha com a agência estatal CVM. Nesse último sistema de regulação do mercado, cabe à bolsa acompanhar aqueles negócios sob sua jurisdição e aos órgãos reguladores a incumbência de supervisionar o sistema como um todo e registrar aquelas informações que julgar necessárias (Bonini, 2009).

No entanto, como uma empresa de capital aberto, a BM&FBOVESPA passa a ter grandes responsabilidades perante aos seus acionistas, no que diz

respeito à busca de se tornar mais atrativa e rentável. Ela difere, entretanto, das demais empresas com capital aberto em sua função fiscalizadora, reguladora, operadora dos preços de ações e ativos, além do poder de monitoramento do próprio mercado, o que poderia aqui ser visto como algo ambíguo, pois, como pode uma mesma empresa visar lucros e ao mesmo tempo exercer a regulação do mercado em que está inserida? Tais atividades tomam formas contraditórias, exigindo assim, controle e harmonização (Bonini, 2009).

Bonini (2009, p. 92), tratando da dupla função que cabe à bolsa exercer, crítica sua imparcialidade em tratar de suas próprias atuações no mercado: “a Bolsa Supervisora fiscaliza a Bolsa Empresa, a Bolsa de Valores negocia suas ações e presta serviços a si mesma, o que no mínimo aparenta ser contraditório”.

Alguns casos podem levantar a dúvida de se realmente as bolsas, como empresas abertas, devem ou não ter o poder de autorregulação. Um desses casos é o de Gordon *versus* New York Exchange, em que Gordon, representando a si mesmo e a um pequeno grupo de investidores, alegou que as leis do *Sherman Antitrust Act* haviam sido violadas pela *New York Stock Exchange* (NYSE) pela utilização de taxas fixas de comissão sobre corretagem sobre as operações de venda inferiores a mil ações, ou US\$ 500.000,00. No entanto, os tribunais entenderam que o *Securities Exchange Act* de 1934, que cria a Comissão de Valores Mobiliários norte-americana (SEC), era invulnerável às leis antitrustes federais e que a própria SEC não havia criado barreiras a esse tipo de cobrança.

Outro caso conhecido foi o ocorrido entre Silver e a *New York Exchange*. Agentes autônomos de investimentos (*over-the-counter* ou *off-exchange*) tiveram sua conexão telefônica direta com membros da bolsa cortada sem nenhum aviso prévio ou justificativa, o que acarretou declínio em seus negócios. Nesse caso, a Corte decidiu contra a NYSE alegando que o dever autorregulatório imposto à bolsa pelo *Securities Exchange Act* de 1934 não a excluía de leis antitrustes nem a autorizava a negar a quem solicitasse conexão direta sem aviso prévio.

Quanto a esses fatos e a preocupação de Bonini (2009) sobre a possível imparcialidade da bolsa ao exercer as funções reguladoras e empreendedoras simultaneamente, já foi dito que a CVM, como agência fiscalizadora, pode recusar a aprovação de regras vindas da BMF&BOVESPA quando essas forem insuficientes para promover o adequado funcionamento dos mercados.

Tratando de forma mais específica o mercado de commodities e reconhecendo o papel da bolsa de mercadorias em revelar preços futuros para a produção agrícola, é de fundamental importância discutirem-se as intervenções governamentais sobre o mercado físico das commodities, ou seja, aquele mercado onde os produtos são negociados em troca do recebimento de dinheiro, uma vez que sua desregulação tornaria possível a criação de novos contatos futuros e inclusive o aperfeiçoamento daqueles que já existem. Em

contrapartida, deve-se questionar sobre a possibilidade, ou não, de tais contratos futuros substituírem os subsídios do governo ao setor agrícola.

Nesse ponto, não se deve confundir a intervenção do Estado sobre o mercado físico de produtos agrícolas, por meio de subsídios, fixação de preços e controle de estoques, com a intervenção do Estado sobre o mercado futuro. Ou seja, apesar dos mercados físicos e futuro estarem atrelados e uma regulação no primeiro poder afetar diretamente o segundo, deve-se ater para o fato de serem regulações de praticas distintas – comercialização no mercado a vista e comercialização de contratos futuros.

Pode-se associar o surgimento do contrato futuro de etanol anidro carburante à desregulação do setor de álcool e açúcar promovido na década de 90, a não existência de contratos futuros de arroz no Brasil a uma forte intervenção estatal para manter preços mínimos e um fraco desempenho dos contratos de milho também devido à intervenção estatal. Nesse caso, pode-se supor que a “saída” do Estado de tais setores e a promoção dos mercados futuros como forma de assegurar preços mínimos que viabilizem a produção agrícola, seria a melhor alternativa para o mercado.

No entanto, autores como Spinola (1998) são claros ao assegurar que os contratos futuros não eliminam certos subsídios e ações do governo visando proteger o agricultor. Isto torna-se nítido ao analisar países com um mercado futuro bem desenvolvido, a exemplo dos EUA, e a existência, em paralelo, de políticas de subsídio à produção que, no caso norte-americano, encontra-se exemplificado nos fortes subsídios para o etanol de milho.

Uma discussão quanto à desregulação de certos mercados de commodities agrícolas e a eliminação de certos subsídios deve passar pelo âmbito jurídico, e não apenas mercadológico.

Nesse ponto, alguns autores levantam questionamentos sobre a função social da bolsa, ou seja, se realmente existe o interesse de promover o equilíbrio econômico, e a proteção dos agricultores contra a flutuação dos preços frente às mudanças nas condições climáticas e temporais. Segundo Arruda (2009), se esse fosse o real interesse, poder-se-ia questionar a fundação da Bolsa de Mercadorias (BM&F) ter sido mediada por *brokers* – intermediários nas operações de compra e venda de valores mobiliários – e não por grandes grupos envolvidos com a produção agrícola.

Por outro lado, a BM&F exerce um papel proativo na organização de certos mercados em que são insuficientes, ou mesmo ausentes, culturas de mercado e negociação. Sua contribuição seria na “construção de instituições” e melhoria dos elos produtivos e da cadeia de produção de commodities para que assim possa lançar contratos futuros (Marques et al. 2006). A bolsa, em sua função operacional, e não regulatória, está em constante processo de inovação e desenvolvimento de novos produtos, pois uma vez tendo aberto seu capital,

agora terá de responder e servir a seus acionistas. É notório ressaltar que ela também fica a cargo de revisar e modificar contratos, o que nem sempre é algo bem sucedido.

Dias e Becue (2012) afirmam que são diferentes os instrumentos de autorregulação daqueles do direito público empregados pela regulação estatal. Devido a isso, as barreiras burocráticas do processo legislativo/administrativo não afetam a revisão e incremento de normas que atendessem as necessidades do mercado. Daí a utilização da autorregulação estaria favorecendo aqueles agentes privados que, devido ao tipo de atividade desempenhada, não podem esperar pelas demoradas respostas governamentais.

Ainda como ponto positivo para a autorregulação, Dias e Becue (2012) apontam a eficácia, a flexibilidade e a economia que é gerado aos agentes do mercado e também destacam a importância da desenvoltura daqueles que desempenham o papel disciplinador em assegurar melhor qualidade da regulação e, conseqüentemente, melhor reputação e aderência pelo público alvo.

Tanto o modelo oficial, ou seja, a organização da bolsa por intermédio do Estado, quanto o modelo privado, em que ela é organizada pelo interesse privado, parecem ter resultado em benefícios como: maior transparência na formação dos preços; facilidade de negociação; criação de centros de liquidez (*clearing*) e garantias na realização e liquidação do negócio (Bonini, 2009). Isso vem reforçar a ideia de complementaridade entre ambos os modelos, assumindo-se as particularidades de cada um.

Como dificilmente teremos um ordenamento jurídico perfeito e acabado, sem a necessidade de constantes mudanças e resultado de uma ação isolada, deve-se considerar a revisão crítica das escolhas e seleções assim como os debates em âmbito público e privado. Fruto disso seria o processo de legitimação e institucionalização da autorregulação no âmbito das bolsas (Calabro, 2010).

Calabro (2010) ainda coloca a estrutura de autorregulação do mercado de bolsa como sendo um exemplo de sucesso no que diz respeito aos movimentos atuais de abertura do sistema jurídico, uma vez que tal descentralização nos daria uma resposta ao problema de se ter ordenamentos jurídicos rígidos e fechados que não acompanham a complexidade e diversidade dos fatos e interesses individuais.

Reconhecendo-se a importância da discussão sobre o nível de preço dos alimentos, assim como o importante papel social que presta o mercado futuro, caso seja real a pressão dos mercados futuros sobre o preço dos alimentos, é de se supor que uma resposta mais próxima ao ideal viria do aproveitamento do dinamismo e permeabilidade das bolsas frente aos problemas do mercado futuro e da capacidade do Estado em monitorar e reprimir ações lesivas da própria bolsa.

7. Uma análise institucional para o caso da regulação governamental e da autorregulação pela BM&FBOVESPA

Utilizando as definições de North (1990), as instituições aqui são entendidas com as regras do jogo, ou mesmo as restrições de idealização humana, e podem ser divididas entre instituições formais, tais como as leis, regulamentos e contratos, e instituições informais, que são mais atreladas a valores culturais. Já as organizações, segundo tal autor, podem ser entendidas como os jogadores, e nesse caso o Senado e as agências reguladoras podem ser citados como exemplos. Para tornar tais conceitos mais claros, North (1990) escreveu:

“As instituições são as regras do jogo em uma sociedade, ou mais formalmente, são as limitações idealizadas pelo homem que dão forma à interação humana. Elas estruturam incentivos na interação humana, seja político, social ou econômico. A mudança institucional molda a forma como as sociedades evoluem ao longo do tempo e, portanto, é a chave para entender a mudança histórica... Conceitualmente, o que deve ser claramente diferenciado são as regras dos jogadores. O objetivo das regras é definir a forma como o jogo é jogado. Mas o objetivo da equipe dentro desse conjunto de regras é ganhar o jogo – por meio da coordenação, por meios justos e às vezes por meios sujos, modelando as estratégias e habilidades da equipe.”

Dessa forma, percebe-se o conjunto de regras e normas estipuladas pela função autorreguladora da BM&FBOVESPA como sendo “as regras do jogo”, ou seja, as instituições, e que elas têm função paralela às instituições criadas pela própria CVM. No entanto, nesse caso particular, deve-se tratar a bolsa também como uma organização, a partir do momento em que ela abre seu capital e passa a jogar com suas próprias regras.

Não se tem, aqui, a pretensão de estipular até que ponto o duplo papel da bolsa, tanto como organização quanto como produtora de regras, estaria dificultando a percepção da especulação como algo conexo ao aumento do preço das commodities agrícolas. No entanto, uma análise institucional, que buscasse levantar o desempenho das regras formais e informais criadas tanto pela CVM quanto pela BM&FBOVESPA, permitiria revelar, ao menos em parte, o estado de bem-estar econômico do mercado futuro de commodities agrícolas. E isso se deve ao fato de o desempenho desse mercado estar intimamente ligado à qualidade das regras criadas para regulá-lo.

Restou claro que algumas medidas tomadas pelas bolsas, em seu papel de organização reguladora do mercado, como no caso envolvendo a *New York Exchange* e o agente Silver, são medidas que nem sempre podem ser tidas como corretas. Segundo Slangen e Loucks (2008), isso ocorre, pois, nem sempre as

instituições agirão com justiça, uma vez que suas regras formais e informais podem ser criadas para beneficiar pessoas ou organizações em específico.

Pode-se questionar também a atuação isolada do governo em regular o mercado futuro. Ainda de acordo com Slangen e Loucks (2008), um bom governo pode ser capaz de criar condições favoráveis ao desenvolvimento das instituições. No entanto, deve-se tomar cuidado para que o poder não tenha fim em si mesmo, ou seja, para que o governo não use de seus privilégios em benefício próprio, ao invés de promover condições favoráveis ao aumento da qualidade das instituições, por exemplo, combatendo as práticas de *insider tradings* já mencionadas anteriormente.

O que, a princípio, pode parecer trágico, também permite pensar a existência de uma complementaridade entre a autorregulação e a regulação governamental. Black (2013), em um trabalho que reconhece a elevação dos preços dos alimentos e uma conseqüente ameaça à segurança alimentar daqueles países importadores de commodities agrícolas, conclui que há necessidade de se regular a volatilidade, mas que essa regulação não deve ocorrer em excesso a ponto de inviabilizar as funções de *hedge*, e nem em escassez, aumentando a incerteza e prejudicando o que se denomina de economia real. Em outras palavras, o autor defende um equilíbrio na regulação mesmo reconhecendo o desafio para sua realização.

Para Marques et al. (2006), existe uma forte complementaridade entre as duas formas de regulação, apesar das duas atuarem em esferas diferentes, assim como uma falsa ideia de que seria possível a substituição de uma pela outra. E termina por apontar uma relação ideal entre ambas, que seria aquela em que houvesse redução nos custos de regulação, maximização da confiança dos investidores e, por conseqüência, a redução do risco sistêmico.

Dessa forma, ainda deve-se reconhecer a importância da BM&FBOVESPA e seu papel como reguladora dos mercados futuros, uma vez que ela desempenha o papel de suporte para a realização de transações, ou seja, operacionaliza as regras do jogo e opera em níveis individuais. A BM&FBOVESPA também desempenha o importante papel de garantir as transações e os direitos sobre os ativos. Pode-se dizer que ela exerce um papel ainda maior para a economia quando introduz a variável “confiança” nas transações com contratos futuros, por meio da atuação das *clearings* e do juízo arbitral.

8. Conclusão

Como visto, existem várias questões a serem resolvidas quanto à especulação nos mercados futuros. Mas, acima dessas discussões e questionamentos, deve-se apostar em instituições fortes, sejam elas frutos da

regulação ou da autorregulação, para que o mercado futuro possa progredir, uma vez estando clara a relação entre a sanidade de tais “regras do jogo” e o bom funcionamento das organizações.

Acredita-se também que as discussões quanto à especulação levem em consideração a complementaridade entre as duas formas de regulação que regem o mercado futuro, assim como o risco de uma excessiva regulação tornar a atividade especulativa inviável, comprometendo, por sua vez, os interesses de outros agentes, principalmente aqueles que visam práticas de *hedge* para assegurarem preços futuros. Dessa forma, é preciso encontrar um equilíbrio onde a regulação não torne a atividade de nenhum agente – especulador ou *hedger* – inviável e que, ao mesmo tempo, se atente para a elevação dos preços das commodities e principalmente seu reflexo para a segurança alimentar.

Não houve pretensão de oferecer respostas para o problema da elevação do preço das commodities agrícolas, mas sim buscar relacionar tal tema às discussões que atualmente ocorrem no Brasil envolvendo o mercado futuro de commodities. Também não se buscou defender, neste trabalho, uma excessiva e unilateral intervenção do Estado nesse setor, seja por meios legislativos seja por meio de ações normativas da própria CVM. Ao contrário, acredita-se que possa haver maiores benefícios ao próprio mercado futuro e à questão de segurança alimentar, quando seja possível uma interação entre ambas as formas de regulação – governamental e privada.

Entende-se também a importância dos estudos institucionais para a compreensão de até onde deve ir a regulação governamental e até onde deve ir a autorregulação das bolsas, assim como a importância que tem a qualidade de tais regras, restrições de idealização humana, para o bom funcionamento dos mercados futuros.

9. Referências Bibliográficas

- AGNOL, A. D. E HIRAKURI, M. H. *Realidade e Perspectivas do Brasil na Produção de Alimentos e Agroenergia, com Ênfase na Soja*. **Circular Técnica**, v. 59, Londrina: Embrapa Soja, 2008.
- ARRUDA, J. J. D. N. **A florescência tardia: bolsa de valores de São Paulo e mercado global de capitais (1989–2000)**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, 2008.
- BLACK, C. *Eventos relacionados ao superciclo de preços das commodities no século XXI*. **Indicadores Econômicos FEE**, 40(2), 2013.
- BM&FBOVESPA. **ISE 2008 Índice de Sustentabilidade Empresarial**. 2008.

- BONINI, A. C. C. Z. **A transformação da bolsa de valores: uma análise sobre os desafios da regulação do mercado de capitais.** Dissertação de Mestrado, Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2009.
- CALABRÓ, L. F. A. **Teoria palco-plateia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa.** Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, 2010.
- CAPITANI, D. H. D., MATTOS, F. L., & MARTINES FILHO, J. G. **Medidas de risco e viabilidade de implantação de um contrato futuro de arroz no Brasil.** São Paulo: Instituto Educacional BM&FBOVESPA, 2011.
- DANIEL, L., OLIVEIRA, A., PREMOLI, M., REZENDE, A. *Análise da recente alta internacional dos preços das commodities alimentares: previsão e mudança estrutural.* **Revista de Política Agrícola**, v. 20, n. 4, p. 7-20, outubro/novembro/dezembro de 2011.
- DIAS, L. A. R., E BECUE, S. M. F. *Regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: limites da autorregulação.* **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, Lisboa, v. 1, n. 12, p. 7.357-7.388, 2012.
- HERREROS, M. M. A. G., BARROS, F. G. N., BENTES, E DOS S. *Atividade especulativa dos fundos de investimento no mercado futuro de commodities agrícolas, 2006-2009.* **Revista de Política Agrícola**, Brasília, DF, v. 19, n. 1, p. 24-39, jan./mar., 2010.
- HULL, J. **Opções, futuros e outros derivados.** 3ª ed. São Paulo: BM&F, Cultura Editores Associados, 1998.
- IRWIN, S. H., SANDERS, D. R., MERRIN, R. P. *Devil or angel? The role of speculation in recent price boom (and bust).* **Journal of Agricultural and Applied Economics**, v. 41, n. 2, p. 377-391, 2009.
- LABATON, S. *Trial of Hunt Brothers In Silver Case Begins.* **The New York Times**, 25 de fevereiro de 1988.
- LIMA, L. A. F., MARGARIDO, M. A. *Causas do atual ciclo de alta de preços de commodities.* **Análises e Indicadores do Agronegócio**, São Paulo, v. 3, n. 7, 2008.
- MARQUES, P. V., MELLO, P. C., MARTINES, J. G. F. **Mercados futuros e de opções agropecuárias.** Piracicaba, SP, Departamento de Economia, Administração e Sociologia da Esalq/USP, 2006.

- MITCHELL, D. *A note on rising food prices*. The World Bank Development Prospects Group. Julho de 2008.
- NORTH, D. C. *Institutions, institutional change and economic performance – political economy of institutions and decisions*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais. Fundamentos e técnica**. São Paulo: Atlas, 2007.
- SCHOUCHANA, F. **Introdução aos mercados futuros e opções agropecuários no Brasil**. 3ª ed., São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2004.
- SILVA, J. G. *Crise Alimentar: fatores transitórios e estruturais na explosão dos preços. Carta Maior*, São Paulo, 2 maio 2008.
- SLANGEN, L. H., E LOUCKS, L. **Institutional Economics and Economic Organisation Theory: An Integrated Approach**. Wageningen Academic, 2008.
- SZTAJN, R. **Futuros e Swaps: uma visão jurídica**. São Paulo: Cultural Paulista, 1999.
- TEWELES, R. J., E JONES, F. J. **The future game: who wins, who loses, & why**. 3º ed., New York: McGraw-Hill, 1998.
- TROSTLE, R. **Global agricultural supply and demand: factors contributing to the recent increase in food commodities prices**. Washington, DC: Usda-Economic Research Service, 2008.
- VIAN, C. E. F., E QUINTINO, D. D. *Crítica à teoria dos mercados futuros à luz do desenvolvimento recente dos contratos futuros de açúcar e álcool da BMF. Pesquisa & Debate*. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, v. 18, n. 2 (32), 2007.
- WEBER, M. **A bolsa** (Die burse). Reimpresso em Lisboa: RelógioD'água, 2004.
- WILLIAMSON, O. E. *The vertical integration of production: market failure considerations*. **The American Economic Review**, vol. 61, n. 2, p. 112-123, maio de 1971.
- ZUGAIB, A. *Especulação dos fundos no mercado de cacau no período de 2006 a 2010*. **Revista de Política Agrícola**, vol. 20, n. 1, p. 24-38, janeiro/fevereiro/março de 2011.