

como mercados especializados tanto as bolsas de valores ou de *commodities*, quanto mecanismos de negociação típicos de "balcão". Serão analisados, em seguida, alguns desses arranjos, sendo que alguns subprodutos da sua adoção, como a atividade de auto-regulação, serão posteriormente discutidos.⁵

A existência de operações nos mercados de ativos financeiros (nomeadamente nos mercados secundários de tais ativos) provê as necessárias informações para os agentes econômicos, além de liquidez para os detentores daqueles ativos, caso necessário. São reduzidos, assim, pela existência e pelo funcionamento daquelas estruturas de mercado, os custos de aquisição de informações e de realização de operações, típicos custos de transação. A rigor, tais estruturas podem adotar dois modelos gerais, que adiante se descreverá: os mercados de bolsa e os de balcão.

3.2.1. As bolsas – organização e funcionamento⁶

As bolsas são os mais famosos mecanismos destinados a prover mercados secundários para ativos diversos. Não obstante, a sua conceituação, hoje, é problemática. Em uma definição mais simples, bolsa é o lugar em que se encontram os possíveis compradores e vendedores de certos bens, para a realização das correspondentes negociações, conforme regras e procedimentos específicos. Como esclarece Santini (1979, p. 33), é a partir desta congrega-

⁵ Vale esclarecer que o presente tratamento da organização dos mercados diz respeito, sobretudo, a "mercados secundários", em que os interessados negociam os ativos diretamente entre si, com ou sem a participação de intermediários. Os "mercados primários", em contraposição, são aqueles em que os títulos são negociados entre os seus emissores e os adquirentes, observada a estrutura de intermediação existente. Neste último caso, o fluxo financeiro se dá entre o adquirente e o emissor, enquanto nos mercados secundários ele se dá entre um novo adquirente e o seu último detentor, agora alienante, sem a participação do emissor (que pode ser comunicado para registro de posição resultante daquela operação ou para a tomada de outras eventuais providências). Para a distinção, de uso generalizado, e para a importância dos mercados secundários em geral, cf. Arshadi e Karels (1997, p. 308) e Fabozzi, Modigliani e Ferri (1998, p. 289). Frise-se que, conforme o ativo negociado, o sentido das expressões pode ser adaptado, sendo o que ocorre, por exemplo, na negociação de câmbio (Garófalo Filho, 2004, p. 307).

⁶ O conteúdo da presente seção foi retomado e, em certa medida, aprofundado, dentro de outro contexto, em Yazbek (2006b). Um tratamento genérico das estruturas bursáteis, como o que a seguir se fará, permite a análise, ao mesmo tempo, das bolsas de mercadorias (ou bolsas de mercadorias e futuros, na dicção hoje adotada pela Lei nº 6.385/1976, em que se negociam *commodities* e, sobretudo hoje, instrumentos derivativos) e das bolsas de valores (em que se negociam valores mobiliários mais tradicionais, em especial ações). As diferenciações decorrem, muito mais, das peculiaridades dos instrumentos a cada caso negociados. Como já esclarecia Barreto Filho, em 1959 (2001, p. 244), são duas espécies de um mesmo gênero. A posição é reforçada por Repoux (1910, p. 02), que esclarece que "*Jusqu'au XIXe siècle, l'histoire des Bourses de Valeurs et celle des Bourses de Merchandises se confondent: aux origines, il ne peut même être question que des Bourses de Marchandises, le marche des valeurs mobilières datant tout au plus de la fin du XVIIe siècle. Nous respecterons donc cette confusion établie par les faits jusqu'en 1889, date de l'ouverture de locaux spécialement affectés à la Bourse des Marchandises de Paris.*"

ção dos interessados que se opera a necessária " *concentrazione nello spazio e nel tempo*" das contratações, concentração que será tanto mais eficaz quanto maior seja o número de agentes daquele setor econômico que ali operam.⁷ Militam, ainda, para esse ganho de eficiência a existência de intermediários especializados, o estabelecimento de regras operacionais (sobretudo quanto à formação de preços e ao fechamento de contratos) e mecanismos de controle e a adoção de uma certa uniformização para os ativos negociados.

Não obstante, impõe-se uma definição mais objetiva de bolsa. Em primeiro lugar, porque a expressão apresenta vários sentidos, podendo referir:

- (i) o local em que se encontram os representantes dos compradores e vendedores para apresentar suas ofertas e fechar as operações;
- (ii) a instituição que administra aquele local e os sistemas de negociação nele existentes e que processa as operações ali realizadas;
- (iii) o mecanismo ou sistema adotado para as negociações de um determinado ativo; ou, mais informalmente;
- (iv) o estado das operações bursáteis em um dado período (quando se discute a tendência geral dos negócios, afirmando-se que ela "subiu" ou "caiu", por exemplo).⁸

A definição de bolsa vem sendo dificultada ainda, nos últimos tempos, por transformações ocorridas nos mercados financeiros ao redor do mundo. Assim, por exemplo, o advento de mecanismos eletrônicos de negociação, tanto para operações de bolsa como para operações de balcão, pode levar à obsolescência das estruturas de intermediação e nublar algumas das distinções tradicionais entre "bolsa" e "balcão" (Salomão Neto, 1998a, p. 102). Nos últimos anos, tais mecanismos vêm se impondo, mostrando-se hábeis para reduzir custos e para promover soluções mais eficientes, "aglutinando a liquidez" dos mercados de determinados ativos (Figueiredo e Silva, 2002, p. 11) – não raro, aliás, eles surgem como concorrentes diretos dos sistemas mais tradicionais e sujeitos a maiores restrições, inclusive regulamentares.⁹ Ademais, a integração cada vez maior entre sistemas de negociação de produtos originariamente distintos (em razão do processo de inovação financeira) e também a forma de ope-

⁷ O que explica o processo de concorrência entre bolsas e também entre estas e outros sistemas de negociação na atualidade, uma vez que as barreiras geográficas e as restrições regulamentares permitem livre trânsito aos agentes econômicos, que podem escolher onde operar. Sobre esta competição, cf. Ferrarini (1998, p. 247).

⁸ Como aliás destacam, já na esteira de muitos outros autores, Barreto Filho (2001, p. 244), Pontes (1982, p. 279) e Paiva (1963, p. 43 e ss.).

⁹ E um importante exemplo talvez resida na experiência dos *Electronic Communication Networks* (ECNs), sistemas eletrônicos de negociação classificados pela SEC como " *alternative trading systems*", que alteraram radicalmente as formas de acesso ao mercado e de distribuição de ordens e fechamento de determinadas operações (cf. Securities and Exchange Commission, 2000, e Vergara, 2008, p. 305 e ss.). Nesse campo, aliás, é notória a proliferação de novas figuras, caracterizadas sob uma terminologia ainda cambiante.

ração e os interesses dos conglomerados financeiros, em que são integradas várias atividades distintas, vêm levando à incorporação de atividades distintas por instituições antes afeitas a campos mais restritos. Por fim, a crescente ocupação com as dimensões prudencial e sistêmica no desenvolvimento das atividades financeiras tem levado a uma especialização das instituições que administravam mercados de bolsa (ou de balcão) também em atividades de *clearing* e de administração de riscos. De um modo geral, todas essas mudanças vêm minando as definições tradicionais de bolsa, originando novas formas, nem sempre claramente classificáveis.

É por causa desta complexificação que Lee (1998, p. 01 e ss.) propõe que se adote uma definição de bolsa muito próxima à terceira acepção já referida, entendendo como tal qualquer provedor de "sistemas de negociação", expressão que designa qualquer "*forum for executing a trade*" que cumpra as funções de disseminação de informações, ou seja, de transmissão sistemática, aos seus participantes, dos dados referentes às ofertas existentes, preços praticados e negócios efetuados; de encaminhamento de ordens, pela adoção dos meios e procedimentos necessários para garantir que as ordens enviadas pelos clientes chegarão a quem deva cumpri-las; e de cumprimento de ordens ou, em outras palavras, a sua transformação em negócios.

A rigor, porém, tais procedimentos podem ser adotados também por sistemas de negociação em mercado de balcão. Há um outro aspecto que permite a diferenciação entre operações de bolsa e de balcão: o mecanismo de formação de preços que permite (ou que tenta permitir), aos sistemas de bolsa, a recriação de um mercado eficiente à imagem e forma daquele preconizado pelo modelo neoclássico. Essa formação de preços é obtida:

- (i) a partir da realização de operações por meio de intermediários especializados, sempre presentes aos sistemas de negociação e, assim, capazes de aproveitar as oportunidades;
- (ii) da obrigatoriedade de fechamento de operações "contra" os melhores preços praticados naqueles momentos, de forma que os vendedores sempre vendam para o comprador que oferete o preço mais alto e os compradores sempre comprem de quem oferete o preço mais baixo (atuando como agentes maximizadores);
- (iii) da obrigatoriedade de fechamento de operações "contra o mercado", e não contra outro participante em especial ou a partir de ajustes prévios; e
- (iv) da disponibilidade das informações relevantes para os agentes (ao menos no que tange àquelas informações internamente geradas).¹⁰

¹⁰ As presentes categorias são uma adaptação da exposição de Zunzunegui (1997, p. 293 e ss.) acerca dos requisitos legais para a caracterização de um mercado secundário "oficial" na Espanha.

Se essa garantia do processo de formação de preços é um dos aspectos centrais do sistema de bolsas, outro que se pode destacar é a capacidade de auto-regulação dessas instituições, analisada na seção 4.5.3.2. Essas duas dimensões, assim como alguns dos debates já referidos, acerca das dificuldades para a identificação de uma bolsa na atualidade, estão refletidas com muita clareza na Instrução CVM nº 461/2007.

A referida Instrução, promulgada, como a seguir se verá, no âmbito da migração de uma série de atividades regulatórias para a CVM, procurou romper com o modelo de regulamentação bursátil que se vinha adotando no Brasil desde a década de 1960 (com a Resolução CMN nº 39/1966, que foi sendo progressivamente adaptada até se chegar à Resolução CMN nº 2.690/2000, cujo regime foi superado pelo do diploma promulgado pela CVM), não apenas respondendo aos desafios trazidos pelos processos de desmutualização das bolsas (que serão adiante comentados), mas também respondendo às demandas decorrentes de novas estruturas e arranjos institucionais – em consonância com muitos dos debates anteriormente referidos.

Neste sentido, a norma já dá um importante passo ao deixar de falar simplesmente em "bolsa", passando a mencionar "entidades administradoras de mercados organizados" (sendo tais mercados, a rigor, os mercados de bolsa e de balcão). Fica, assim, desde o início reconhecida a complexidade dos arranjos institucionais hoje adotados e das correlações que deles decorrem. Bolsa e balcão (os chamados "mercados organizados") podem ser, desta maneira, sistemas de negociação ou de mero registro de operações, passíveis de conviver, com suas regras e com seus procedimentos distintos, sob uma mesma entidade (que é o que hoje ocorre no Brasil).

Por outro lado, já na audiência pública nº 06/2007, por intermédio da qual uma versão preliminar da norma foi submetida às críticas dos participantes do mercado, a CVM deixou claro que não pretenderia, em face de todas as dificuldades, definir o que seriam mercado de bolsa e mercado de balcão, optando apenas por trazer alguns elementos que caracterizariam tais modalidades operacionais. Sem prejuízo dessa ressalva, a norma acaba, ao final, por trazer algumas opções em relação a tal caracterização. Dessa forma, em seu art. 5º a Instrução apresenta algumas características que diferenciariam as duas situações, registrando, no parágrafo único, que seriam exclusivos dos mercados de balcão: a "existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente" (inciso I do *caput*); a "possibilidade de atuação

direta no mercado, sem intermediário" (inciso III do *caput*);¹¹ e a "possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas" (inciso IV do *caput*).

Os demais incisos do mesmo dispositivo apresentam outros elementos que, podendo estar presentes em mercados de bolsa ou de balcão, sujeitam-se a regimes ou a qualificações diferentes no corpo da Instrução. Assim, por exemplo, o inciso II do *caput* do art. 5º remete às regras de formação de preços, sujeitas a regimes próprios a cada caso; o inciso V remete ao "volume operado nos sistemas"; e o inciso VI ao "público investidor visado pelo mercado". Estes dois últimos dispositivos dizem respeito e pretendem dar suporte, sobretudo, à possibilidade de "*reclassificação*" de mercados organizados que, no art. 6º, a CVM guardou para si. Em razão de tal regra, que gerou discussões significativas no processo de audiência pública, a CVM ficou com a faculdade de, tendo em vista as "*características concretas*" de um mercado, determinar a sua conversão, de mercado de balcão em mercado de bolsa ou vice-versa.

A despeito das ressalvas existentes a uma disposição de tal natureza, ela parece se apoiar em um tipo de preocupação bastante comum na atualidade – o risco de "arbitragem regulatória" pelos agentes de mercado, ou seja, de migração para mercados menos sujeitos a restrições regulatórias, o que tenderia a colocar em risco determinados agentes ou mesmo a reduzir os con-

¹¹ A questão da possibilidade de atuação direta no mercado, sem a participação de intermediário, traz, hoje, a necessidade de consideração de alguns pontos. Como já se viu, a rigor os mercados de bolsa são mercados intermediados, em que os diversos clientes finais atuam sempre representados por sociedades corretoras. Estas, por sua vez, estão sempre presentes nos sistemas de negociação, o que lhes permite uma posição privilegiada. Não obstante, nos últimos anos, com a aceleração dos processos de eletrônica dos sistemas de negociação, o aumento do número de investidores institucionais (em especial fundos de investimento) e a maior facilidade para a realização de operações em diversos mercados ao mesmo tempo, vem crescendo a demanda por mecanismos de acesso direto ao mercado (em inglês, "*direct market access*" ou, simplesmente, "DMA"). Em modelos de negociação desta natureza, os clientes passam a manter terminais que lhes permitem não apenas a visualização da totalidade das ofertas existentes (o chamado "*book*"), mas também o envio de ofertas, diretamente. De um modo geral, como tais clientes operam com base em informações obtidas em tempo real e dependem, sobretudo, da velocidade no envio das suas ofertas, as sociedades corretoras têm seu papel, ao menos no fluxo de envio de ofertas e fechamento de negócios, bastante reduzido. Isso leva a uma curiosa mudança no papel dos intermediários, que deixam de realizar aquelas atividades operacionais que antes constituíam o seu *core business* e passam, muito mais, a ser os concedentes do acesso ao mercado para os seus clientes. Além da concessão de acesso, em modelos desta natureza, as sociedades corretoras permanecem responsáveis, em especial, por obrigações referentes a cadastro e ao controle das atividades dos seus clientes (questões de *compliance*, por exemplo, ou de controle de lavagem de dinheiro), assim como pelas obrigações financeiras assumidas perante as bolsas ou seus sistemas de liquidação (como "elos" na cadeia de liquidação de operações) e pelo estabelecimento dos limites operacionais aplicáveis. Trata-se, ainda, de uma relação intermediada, mas essa intermediação tem seu perfil radicalmente modificado. Para algumas questões mais ou menos relacionadas a esta problemática, cf., ainda, a seção 4.5.3.3.

controles estatais sobre práticas que, teoricamente, deveriam estar sujeitas a um acompanhamento mais rigoroso. Neste sentido, por exemplo, se a CVM vier a constatar o crescimento significativo de volumes negociados em um sistema de mercado de balcão (que por definição é menos sujeito a controles, como a seguir se verá), ou se, naquele mercado, houver um número relevante de agentes em posição mais vulnerável (investidores pessoas físicas, por exemplo), ela poderá determinar a sua transformação em mercado de bolsa.

Para os fins da presente discussão, porém, é ainda mais importante a consideração do disposto no inciso II do citado art. 5º da Instrução CVM nº 461/2007, que trata das regras e dos procedimentos referentes aos processos de formação de preços nos diferentes mercados, remetendo, no caso das bolsas, aos arts. 65 e 73 e, no caso dos mercados de balcão, aos arts. 95 e 96 daquele normativo. Fica evidenciado, da leitura desses dispositivos, que não apenas as operações de bolsa: devem ser efetivamente realizadas nos próprios sistemas (e não meramente trazidas a registro, após negociação entre as partes); devem contar com a presença de intermediários, representando os comitentes; e devem ter as informações a elas relacionadas divulgadas em tempo real, como anteriormente se viu, mas também que:

- (i) as ofertas de compra e de venda das quais tenham se originado tais operações devem ser submetidas a todos os participantes do correspondente sistema de negociação (ou seja, as propostas de negócio devem ser ofertadas "ao mercado"); e
- (ii) tais ofertas concorrerão entre si, conforme determinadas regras e procedimentos garantidores da regular formação de preços (aí englobados procedimentos de disseminação temporânea de informações). As regras de bolsa, como destaca o art. 74 da Instrução, devem, ainda, prever uma série de mecanismos protetivos para tal processo de formação de preços. Daí decorre, inclusive, a importância mais acentuada das atividades de auto-regulação nos mercados definidos como bursáteis.

Vale destacar que, como se pode ver nos dispositivos concernentes aos mercados de balcão, mesmo nestes a formação regular e eficiente de preços é considerada importante. A modalidade, porém, não se destina – em sua origem – a permitir tal formação de maneira tão rigorosa. Pode-se afirmar que, se, nos mercados de bolsa o que se busca é a própria formação de um "preço de mercado", já nos mercados de balcão se busca muito mais evitar distorções e irregularidades. Assim, os mecanismos de auto-regulação criados pela Instrução CVM nº 461/2007 para as bolsas não são, necessariamente, aplicáveis a esses mercados ou são a eles aplicáveis de forma menos rigorosa.

Sem prejuízo da descrição do regime estabelecido pela Instrução CVM nº 461/2007, cumpre apresentar, neste momento, um breve esboço da evolução histórica da legislação e da regulamentação que tratam da matéria. Tal evolução, longe de ser superada pelo novo arcabouço regulatório, determina muitas das estruturas hoje adotadas e, desta maneira, permite a sua compreensão.

Neste sentido, pode-se iniciar destacando que, embora a negociação em bolsa seja utilizada há muito, estando imersa nas práticas mercantis desde longa data, seu tratamento legal é relativamente recente.¹²

No Brasil, o regime das bolsas (ainda específico para as bolsas de valores, vale destacar) surge como acessório ao tratamento da situação e das atividades dos corretores que ali se reuniam para operar, sem maior rigor formal.¹³ A atuação de tais intermediários, por sua vez, recebeu uma primeira regulamentação própria em 1843, e, embora àquela época já se houvesse começado a centralizar a realização de operações em "praças de comércio" (a expressão adotada pelo Código Comercial de 1850), a primeira referência oficial a "bolsa", ainda que de passagem, data de 1877. Em 1897, foram regulamentadas as atividades da Bolsa de Valores do Distrito Federal (a futura Bolsa de Valores do Rio de Janeiro)¹⁴ e, apenas no ano seguinte, foi instituída a Bolsa de Valores de São Paulo e Santos. A partir de então, foram criadas diversas instituições desta natureza no país, com bases territoriais distintas. Até 1965, porém, o regime jurídico que se lhes aplicava padecia de uma grande indefinição, dando margem a variadas polêmicas.¹⁵

A Lei nº 4.728/1965 reformou o sistema das bolsas de valores e, mantendo determinados controles estatais sobre as atividades de mercado, então exercidos apenas pelo Banco Central do Brasil, implementou uma larga e bastante polêmica "despublicização" daquele regime, como adiante se verá.

¹² Assim, por exemplo, Pontes (1982, p. 280 e ss.) refere raízes remotas, ainda na Grécia antiga, indicando, porém, que a primeira referência legislativa data de 1801, na França. Para outras referências, cf. Luzzatto (1958, p. 19 e ss.), que aponta a origem das bolsas nas feiras medievais, e segue demonstrando a sua subsequente evolução. Para o surgimento das primeiras bolsas de mercadorias, cf. Repoux (1910, p. 03 e ss.).

¹³ Cf., para essas referências e para as que se seguem, Barreto Filho (2001, p. 246 e ss.), Pontes (1982, p. 283 e ss.) e Paiva (1963, p. 157 e ss.).

¹⁴ A história da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro é objeto do trabalho de Levy (1977), que tece importantes análises sobre o desenvolvimento do mercado brasileiro e sobre as opções organizativas e os padrões de relacionamento com o Estado.

¹⁵ Referidas por Pontes (1982, p. 298 e ss.). Com efeito, até o advento da Lei nº 4.728/1965, autores de renome se confrontavam, afirmando que as bolsas não tinham personalidade jurídica ou eram institutos de direito público. Prova dessas polêmicas reside no texto, já mais de uma vez referido, de Barreto Filho (2001, p. 266), que defende que as bolsas tinham natureza de "entes autárquicos". Paiva (1963, p. 180 e ss.) passa ao largo da discussão, destacando apenas que o conceito então vigente se aproximava do de "órgão auxiliar dos poderes públicos".

destacando o caráter empresarial da atividade dos corretores e a natureza privada das instituições bursáteis. A partir de então, e em conformidade com o que ocorre ainda hoje em boa parte dos países, tais instituições passaram a ser caracterizadas como associações civis, constituídas pelos corretores e a eles pertencentes, sem prejuízo do interesse público pelas suas atividades (como se verá na seção 4.5.3.2, nem sempre é fácil diferenciar essas duas instâncias).¹⁶

É bem verdade que essa forma – de associação civil – já não representa, hoje, o modelo de organização dominante no mercado bursátil. Com efeito, ao lado de alguns movimentos concentracionistas recentes, que serão adiante brevemente referidos, a mais importante tendência nos últimos anos, em matéria de organização das atividades de bolsa, talvez seja a chamada *demutualization* ou “desmutualização”¹⁷ – a transformação daquelas instituições em sociedades anônimas, sujeitas, assim, a regime empresarial. De um modo geral, tal tendência está relacionada a alguns determinantes econômicos. Isso porque, ante as feições dos mercados atuais e a atuação global dos conglomerados, as bolsas precisariam, para garantir liquidez, atrair novos participantes, o que se daria pela profissionalização de suas estruturas, por ganhos em eficiência e por redução de custos.¹⁸

Assim, como demonstram Eizirik *et al.* (2008, p. 204 e ss.), a desmutualização permite:

- (i) uma maior facilidade de acesso a fontes de recursos, tendo em vista as necessidades de permanente aprimoramento tecnológico e de investimentos em infra-estrutura;

¹⁶ O regime das bolsas ao redor do mundo é bastante diversificado. Cf., neste sentido, os exemplos trazidos por Arshadi e Karels (1997, p. 312) e a discussão levada a efeito por Lee (1998, p. 09 e ss.). Ainda que, hoje, seja cada vez mais raro encontrar exemplos de bolsas criadas por iniciativa estatal (ou mesmo diretamente pelo Governo), essa foi, por muito tempo, a sistemática de constituição de tais entidades em alguns países (Zunzunegui, 197, p. 298), enquanto em outros elas sempre puderam ser criadas diretamente pelos agentes econômicos interessados, com diferenciados graus de intervenção estatal – no Brasil, por exemplo, tanto a criação das bolsas de valores como a das bolsas de mercadorias e futuros ocorre por iniciativa dos interessados, observadas as condições estabelecidas pela CVM (Lei nº 6.385/1976, art. 18, I, *c* e *h*, respectivamente). Já o seu regime de funcionamento tende a ser, em determinados casos e tendo em vista a posição que as bolsas ocupam, “publicizado” em alguma medida, nem sempre sendo pacífica a aplicabilidade de um regime eminentemente privatístico (cf., por exemplo, Comparato, 1995, p. 320 e ss.). A questão será retomada na seção 4.5.3.2.

¹⁷ Apesar das ressalvas que se podem apresentar à utilização do neologismo, a expressão “desmutualização” – assim como as variações que dela decorrem – será usada no correr deste trabalho, não apenas pelo seu uso consagrado, mas muito mais por questão de praticidade.

¹⁸ É nesta linha, por exemplo, que vai a análise de Ferrarini (1998, p. 246 e ss.). Para análises mais aprofundadas de tal movimento, de seus determinantes e dos conflitos de interesse envolvidos, cf., Akhtar (2002), Holthouse (2002), Hughes (2002), Karmel (2002), Eizirik *et al.* (2008, p. 200 e ss.) e, ainda, Yazbek (2006b).

- (ii) uma maior facilidade para processos de fusão ou de integração de atividades com outras bolsas (o que, como já se referiu, também é uma tendência na atualidade, estando diretamente relacionada às especificidades da concorrência em um mercado globalizado, em que os agentes mais relevantes podem, muito facilmente, passar a operar em instituições concorrentes, levando consigo a liquidez do mercado¹⁹);
- (iii) o afastamento dos corretores (antes associados), do processo de tomada de decisões, o que traria uma natural redução dos conflitos de interesses em diversos casos e agilizaria tal processo.²⁰

Ao lado dessas vantagens, os processos de desmutualização apresentam, ainda, uma série de importantes mudanças institucionais bastante significativas. Assim, se, em uma bolsa constituída sob a forma de associação civil, os associados são também os detentores dos direitos de acesso ao mercado, em uma bolsa desmutualizada os acessos passam a ser regidos por uma outra racionalidade. Onde antes havia uma relação de pertinência ao quadro associativo, que outorgava determinados direitos de uso de infra-estrutura, passa a haver duas situações distintas: uma, a de acionista (e, ao menos em um primeiro momento, os acionistas são necessariamente os associados originais), outra, a de detentor de direito de acesso. Este último é um usuário dos serviços da bolsa e, como tal, sua figura não mais se confunde com a do detentor de capital.

Por outro lado, como as bolsas tendem a surgir como sociedades sem um controlador definido, as estruturas de governança também acabam por ser diferenciadas daquelas adotadas em outras sociedades, sendo comum a adoção de mecanismos de proteção contra a tomada de controle (as chamadas *poison*

¹⁹ Neste sentido, esses movimentos de concentração ou de integração (que podem ser realizados não apenas a partir de operações societárias propriamente ditas, mas também com base em acordos comerciais) tendem a trazer mais de uma vantagem às instituições envolvidas. Pode-se, assim, ao lado de questões concorrenciais ou da possibilidade de ocupação de espaço em outros nichos de mercado ou em outras bases territoriais, apontar a possibilidade de criação de redes de distribuição cada vez mais abrangentes para as instituições envolvidas, o que está diretamente relacionado ao fato de que, hoje, tanto os sistemas de negociação quanto os mecanismos de envio de ordens são, no mais das vezes, eletrônicos. Para algumas das questões suscitadas pela criação de tais mecanismos de distribuição, cf. a seção 4.5.3.3. Quanto a algumas peculiaridades institucionais dos processos de fusão ou de integração entre bolsas, cf. Bergsträsser (2002). Sobre a sua relação com os processos de desmutualização, cf. Akhtar (2002, p. 16). Vale destacar que, em razão da aceleração dessa tendência concentracionista, mesmo as autoridades antitruste vêm começando a observar tais processos. Neste sentido, e para uma preocupação muito peculiar do modelo norte-americano, cf. as referências trazidas por Acworth (2008, p. 42) acerca da manifestação do Departamento de Justiça sobre os efeitos daquela tendência para as atividades de *clearing* e custódia. Mais diretamente, vale remeter a *Department of Justice* (2008).

²⁰ Neste ponto pode-se remeter a diversas considerações acerca dos possíveis ganhos em governança decorrentes do processo de desmutualização. Cf., nesta linha, Hughes (2002, p. 36 e ss.).

pills). Essa situação acaba por se refletir, ainda, na composição dos órgãos de administração da instituição. Além dessas, várias outras mudanças, estruturais ou mesmo culturais, se apresentam para as bolsas que, antes, organizavam-se como verdadeiros "clubes" e, agora, passam a se organizar de forma completamente distinta, sob outra racionalidade.²¹

É bem verdade que, sem prejuízo das inequívocas vantagens apresentadas pelos processos de desmutualização, pela sua própria complexidade eles também tendem a trazer uma série de novos conflitos de interesses ou mesmo a aumentar o peso de conflitos anteriormente existentes. Basta, neste sentido, considerar o surgimento de novos *stakeholders* em um universo antes muito mais simples.

De um modo geral, costuma-se enxergar os principais conflitos de interesses como relacionados ao fato de que a desmutualização faz com que se acresçam, às preocupações usuais de uma bolsa algumas novas, relacionadas, em especial, à necessidade de geração de lucro. Não raro, as demandas provenientes de tal necessidade podem se contrapor a outras necessidades da instituição, fazendo com que, por exemplo, atividades que não sejam diretamente geradoras de lucro (como a de auto-regulação) sejam desprestigiadas ou mesmo que a bolsa flexibilize determinadas regras e procedimentos em prol da atração de um maior número de participantes e da consecução de maior liquidez para seus mercados (e, como decorrência, de maior rentabilidade para a própria instituição). Além disso, com a desmutualização tendem a surgir também os conflitos de interesses decorrentes da chamada "autolistagem", ou seja, da listagem e da negociação das ações de emissão da bolsa nos próprios sistemas por ela administrados. Embora alguns desses conflitos de interesses possam ser passíveis de administração a partir da

²¹ Para os arranjos distintos adotados em bolsas desmutualizadas e as questões que passam a se apresentar com a desmutualização, cf., em especial, Holdhouse (2002). Vale remeter, ainda, às considerações de Karmel (2002, p. 71), que, não necessariamente se preocupando com as alterações propriamente institucionais, sintetiza alguns dos aspectos da nova situação de maneira bastante clara, apontando, ainda, alguns dos conflitos a ela inerentes: "*If an exchange becomes an ordinary public company it will become subject not only to the advantages of ownership, but also to the perils and burdens of such a business, and this is an unaccustomed mode of operation. Publicly-owned exchanges will have to make fuller disclosure of their financial condition and business operations than they do today and they will become subject to the pressures of investors to realize shareholder value. They will have to learn to deal with security analysts. Executives might become overly focused on stock price and begin to follow short term instead of long term strategies. They could become the targets of a hostile takeover initiative or a bidder in a losing acquisition effort. This already happened with respect to OM Gruppen bid for the London Stock Exchange. If there is a market break and the stock price of an exchange falls this could accelerate investor loss of confidence in the market generally. Many exchanges have a smaller capitalization than some of their members and listed companies. They have a mystique that places their trading activities on the newscreens every day. As public companies struggling for profits and market share exchanges could lose that mystique. However, that may be the price of survival in the stock markets of the future*".

lógica do próprio mercado (uma vez que a higidez dos sistemas de controle da bolsa e de seus mecanismos de auto-regulação acaba sendo, em última instância, também um mecanismo de atração de participantes e, assim, de aumento de liquidez), tais questões vêm suscitando uma verdadeira rediscussão do conceito de auto-regulação ao redor do mundo, com a criação de novas estruturas protetivas e de segregação de tais atividades.²²

Os movimentos de desmutualização, que já produziram frutos no Brasil, como a seguir se verá, iniciam-se na Europa (ainda em 1993, com a Bolsa de Valores de Estocolmo e, na seqüência, com as bolsas de Helsinki e Copenhagen, respectivamente em 1995 e em 1996), onde a concorrência entre tais instituições foi acentuada pelo processo de unificação econômica, o que demandou novas soluções institucionais. Já em 2000, desmutualizaram-se as primeiras bolsas asiáticas (Cingapura e Hong Kong). Nos Estados Unidos, a primeira bolsa a desmutualizar-se foi a Chicago Mercantile Exchange, em 2002, seguida por diversas outras instituições.²³

Após tais considerações, vale remeter, ainda que brevemente, aos arranjos sob os quais hoje se desenvolvem concretamente, no Brasil, as atividades bursáteis (aí englobadas as atividades de bolsa de valores e as de bolsa de mercadorias e futuros). Tais atividades se dão, desde maio de 2008, sob uma única pessoa jurídica, a BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Deve-se, porém, em prol da completude da presente descrição, tratar das duas instituições que recentemente se integraram sob aquela sociedade – a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F).²⁴

A Bovespa é a única bolsa de valores em atividade no Brasil, nela sendo negociados ações de emissão de companhias abertas, opções e futuros sobre aquelas ações, títulos de dívida emitidos por companhias (*debêntures*, *convertíveis* ou não, e *commercial papers*) e outros títulos ou direitos. Ela foi criada em 1890 e efetivamente regulamentada apenas em 1898, como entidade oficial corporativa dos corretores de fundos públicos, vinculada à Secretaria de Finanças do Governo do Estado de São Paulo. Historicamente, a Bovespa apenas ganhou maior destaque no cenário nacional a partir da reforma modernizadora da década de 1960.²⁵ Porém, até meado da década de 1980, ela ocupou um

²² Cf., neste sentido, Vergara (2008, p. 310), bem como as considerações trazidas na seção 4.5.3.2.

²³ Para esses dados, cf. Eizirik et al. (2008, p. 201 e ss.).

²⁴ Por questão de praticidade e didatismo, cada uma das bolsas será referida na presente exposição, ainda, como separada da outra.

²⁵ Andrezo e Lima (2002, p. 338) apontam a evolução tecnológica e o desenvolvimento dos investidores institucionais durante as décadas de 1970 e 1980 como determinantes para a concentração dos negócios nas praças de São Paulo e Rio de Janeiro, em detrimento das outras bolsas então existentes.

papel secundário em relação à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, a partir daí se iniciando um curto período em que as duas bolsas praticamente competiram pela primazia no mercado brasileiro. Esta ordem foi alterada definitivamente a partir de 1989, em especial por força de uma série de problemas ocorridos àquela época nos mercados da BVRJ, ocasião em que o mercado nacional migrou para São Paulo, começando a assumir suas feições atuais.

Assim, no final da década de 1990, e tendo em vista que, além da concentração de negócios na bolsa de São Paulo, a liquidez do mercado acionário não justificava a dispersão então existente, foram assinados acordos entre a Bovespa e as demais bolsas locais, passando aquela, junto com a BVRJ (que havia criado a Soma, um sistema destinado à realização de operações em mercado de balcão, e vinha desenvolvendo algumas outras iniciativas) a centralizar as operações com valores mobiliários no país. A partir de 2000, a BVRJ abriu mão das operações com ações, assumindo um sistema eletrônico de negociação de títulos públicos que, posteriormente, foi estendido para operações de câmbio interbancário (o Sisbex),²⁶ assim como a realização de leilões específicos, em especial de privatização.

As demais Bolsas regionais passaram, neste movimento, a atuar como prestadoras de serviços em suas respectivas praças, quase como escritórios da Bovespa, que se tornou a única bolsa a negociar valores mobiliários no país. Nesta posição, ela vem criando, ainda, sistemas próprios para o registro de operações com títulos de dívida corporativa (o Bovespafix), níveis diferenciados para a listagem de títulos emitidos por companhias que se comprometem com padrões de governança corporativa (os "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" e o "Novo Mercado") e sistemas eletrônicos para negociação, inclusive via internet.²⁷

A Bovespa se desmutualizou em 2007, a partir de uma operação de reestruturação societária em que, sob uma sociedade *holding* (a Bovespa Holding S.A.), foram constituídas (ou mantidas, no caso da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, preexistente) as sociedades que desenvolviam atividades operacionais (nomeadamente a Bolsa de Valores de São Paulo S.A., a "BVSP", e a citada CBLIC), sob as quais ficaram os sistemas propriamente bursáteis e de custódia e liquidação de operações, e a Bovespa Supervisão de Mercados, associação civil sob a qual ficaram segregadas, nos termos da já referida Instrução CVM nº 461/2007, as atividades de auto-regulação. Na seqüência, a Bovespa Holding S.A. obteve seu registro de companhia aberta, passando a ter as ações de sua emissão (correspondentes aos títulos detidos pelos antigos associados) negociadas nos sistemas da BVSP.

²⁶ Para a análise da experiência do Sisbex até 2002 e o seu caráter inovador, como plataforma eletrônica de negociação, cf. Figueiredo e Silva (2002, p. 10).

²⁷ Para essa evolução mais recente, cf. Andrezo e Lima (2002, p. 338 e ss).

Já a BM&F é uma bolsa de derivativos, nela sendo negociados, basicamente, contratos futuros e de opções sobre futuros, e registradas outras modalidades, típicas de mercado de balcão, como os *swaps* e as opções flexíveis. Criada em 1985 por iniciativa da Bovespa e de seus associados, a BM&F iniciou suas operações no ano seguinte. No desenvolvimento de suas atividades, ela adquiriu, em 1991, a tradicional Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), uma bolsa de *commodities* existente desde 1917, assumindo posição de destaque no mercado de derivativos agropecuários.²⁸ Posteriormente, em 1997, adquiriu também a Bolsa Brasileira de Futuros (BBF), uma bolsa criada pela BVRJ, que vinha se especializando em derivativos financeiros na praça do Rio de Janeiro.²⁹

Com isso, a BM&F transformou-se no principal centro de realização e de registro de operações com derivativos da América Latina. Por outro lado, com a implantação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (o SPB, analisado na seção 4.6.2.3) a partir de 2002, a BM&F alargou suas atividades de *clearing* de modo a abarcar, além da liquidação de operações com derivativos (o que já se fazia), também a liquidação de operações no mercado de câmbio interbancário (em princípio não relacionadas a atividades bursáteis) e, posteriormente, a liquidação de operações com títulos públicos. Da mesma forma que a Bovespa, a BM&F vinha desenvolvendo novos sistemas de negociação, com a cada vez maior eletronificação de seus mercados.

A BM&F também passou, no segundo semestre de 2007 (aproximadamente um mês após a Bovespa), por um processo de desmutualização, implementado a partir de uma cisão de parcela significativa de seu patrimônio, com a subsequente incorporação dessa parcela pela Bolsa de Mercadorias & Futuros-BM&F S.A. Na seqüência, ela obteve o registro de companhia aberta, passando também a ter suas ações listadas na BVSP.

Já nos primeiros meses de 2008, a BM&F assinou um acordo operacional, comercial e de investimento recíproco com o CME Group Inc., grupo que hoje congrega as tradicionais Chicago Mercantile Exchange (CME) e Chicago Board of Trade (CBOT) e que, em razão de tal acordo, passou a deter 10% (dez por cento) da bolsa brasileira. O acordo engloba, ainda, a implementação de um mecanismo de "roteamento de ordens" ("*order routing*"), que permitirá que ordens recebidas nos sistemas da BM&F (hoje BM&FBOVESPA) sejam transferidas para os sistemas de negociação do CME Group e, da mesma maneira, que ordens recebidas nos sistemas deste último sejam transferidas para os sistemas de negociação da BM&F, o que representa um significativo aprimoramento

²⁸ Para a história e as iniciativas precursoras da BMSP, cf. Ferreira e Horita (1996, p. 111 e ss.).

²⁹ Para uma breve descrição das linhas gerais da evolução da BM&F, cf. Andrezo e Lima (2002, p. 166 e ss.).

das estruturas de distribuição da bolsa brasileira (que terá seus instrumentos ofertados em um muito maior número de terminais ao redor do mundo).³⁰

Em maio de 2008, por fim, a Bovespa e a BM&F tiveram a sua integração aprovada, sob a já referida BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, o que deve permitir não apenas a integração de estruturas administrativas e operacionais e de sistemas (inclusive no que diz respeito à liquidação de operações), mas também o desenvolvimento conjunto de novos produtos e a ocupação de outros nichos de mercado, em consonância com algumas das tendências mundiais anteriormente mencionadas. A integração entre as instituições foi completada em fins de novembro de 2008, quando se deliberou a incorporação das sociedades ainda remanescentes (aí incluída a própria CBLC e excluída a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, que permaneceu encarregada das atividades de auto-regulação) pela BM&FBOVESPA S.A.

Em linhas gerais, estas são as estruturas vigentes para o mercado de bolsa no Brasil. É desnecessário apontar que, como demonstra a evolução recente de tais estruturas, elas não apenas vêm refletindo algumas das mais significativas tendências contemporâneas para tais mercados, como também vêm se consolidando, cada vez mais, como importantes centros de liquidez na atualidade. Cumpre, na seqüência, descrever as formas vigentes para o mercado de balcão e o regime que se lhes aplica.

3.2.2. Os sistemas de negociação em “balcão”

A rigor, o mercado de balcão (em inglês denominado *over the counter* ou, simplesmente, *OTC*), em contraposição ao de bolsa, é aquele em que as instituições financeiras e as demais entidades autorizadas a operar fazem-no diretamente entre si, ou diretamente com seus clientes, sem um mecanismo centralizado e compulsório de formação de preços. Assim, se, nos sistemas de bolsa, as operações são “fechadas” com a observância daquelas regras já referidas, nos sistemas de balcão, ou apenas se realiza a operação, sem maiores controles quanto àquela questão, ou meramente se efetua o registro de operações negociadas entre os participantes (registro que, conforme o caso, pode ser pressuposto de validade do negócio).

Ao tratar dos sistemas de negociação de derivativos de balcão, Culp (2000, p. 263 e ss.) destaca que tais contratos são negociados “*outside the world of organized financial exchanges in an opaque, decentralized environment of phones, faxes and quotation screens. As such, the two counterparties to a particular transaction may customize virtually any of the terms of that transaction*”. Não obstante a adequação da imagem, deve-se apontar outras formas de negociação em mercado de balcão, com maior ou menor grau de centralização, conforme a regulamentação aplicável e o ativo negociado – não

³⁰ Para a regulamentação deste tipo de atividade no Brasil e o tipo de debate suscitado, cf. a seção 4.5.3.3.

raro, sistemas de negociação em mercado de balcão, sobretudo naquilo que, no Brasil, se convencionou chamar de "balcão organizado" aproximam-se bastante, ao menos operacionalmente, dos sistemas propriamente bursáteis. Essa variedade é estimulada, ainda, pelo desenvolvimento de sistemas eletrônicos de negociação, com feições as mais distintas.

Com efeito, no Brasil se vem adotando, desde 1996, uma distinção bastante peculiar entre o chamado mercado de balcão organizado e o não-organizado. O primeiro seria, assim, aquele supervisionado por uma entidade autorreguladora e cujo funcionamento foi autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, hoje nos termos da Instrução CVM nº 461/2007. Como se viu na seção anterior, a caracterização do mercado de balcão organizado envolve algum tipo de controle sobre a legitimidade do processo de formação de preços, ainda que, diferentemente do que ocorre nos mercados de bolsa, a formação de preços propriamente dita não seja o seu alvo.

Já o mercado de balcão não-organizado não é administrado por nenhuma instituição, ainda que, conforme o que se esteja nele negociando, possa haver algum tipo de submissão, mais ou menos direta, conforme o caso, à regulamentação estatal (Andrezo e Lima, 2002, p. 278 e ss.). Porém, em parte por força da própria opção por privilegiar o mercado de balcão organizado, a regulamentação aplicável ao mercado de balcão não-organizado é bastante escassa. Assim, em 1985 a CVM promulgou a Deliberação CVM nº 20/1985, em que se caracterizavam, como operação de balcão, todas as operações que contassem com a participação de integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários – a mera participação de tais agentes acabava por transformar, desta maneira, operações originariamente privadas em operações "públicas", de mercado de balcão. A já referida Instrução CVM nº 461/2007 reiterou, em seu art. 4º, tal conceituação.

Atualmente, o principal exemplo de mercado de balcão organizado no Brasil é a Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (Soma), criada em 1996, pela BVRJ e pela Bolsa do Paraná, sob a forma de sociedade anônima. A Soma pertence hoje à Bovespa e administra um sistema de negociação de diversos valores mobiliários de renda variável e mesmo quotas de fundos de investimento, observadas as regras específicas para cada modalidade.³¹

Outra instituição importante é a Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip, cujo nome, até recentemente, era Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos), criada em 1986. Criada nos moldes do Selic, que é o sistema de balcão para títulos públicos federais, por iniciativa do BCB, da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima, cujo nome,

³¹ Para uma descrição da Soma e da regulamentação a ela aplicável, cf. Andrezo e Lima (2002, p. 278 e ss.), Mosquera (1999a, p. 63 e ss.) e Salomão Neto (1998a).

até 2003, era Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto) e de algumas instituições financeiras, a Cetip mantém sistemas próprios de negociação, registro, custódia computadorizada e liquidação, não desenvolvendo, porém, atividades de *clearing* no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro (o SPB, analisado na seção 4.6.2.3). Esta instituição administra a negociação ou, conforme o caso, o registro, de operações com títulos de captação emitidos por instituições financeiras e não-financeiras (obrigações corporativas em geral, registradas no "Sistema Nacional de Debêntures"), assim como com determinados títulos públicos não custodiados no Selic e com alguns derivativos de balcão.³² Por sua vez, criado em 1979, o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) destina-se à custódia de títulos públicos, ao registro das operações com eles realizadas e à realização das correspondentes movimentações entre as contas de custódia dos participantes. Cumpre destacar que o Selic foi criado, também, em razão de uma iniciativa conjunta do BCB e da Andima, sendo administrado pelo Departamento de Mercado Aberto do BCB.³³

Há, ainda, outros sistemas destinados ao mercado de balcão (como o sistema de registro da BM&F, para derivativos de balcão, já anteriormente referido, ou o próprio Sisbex, criado pela BVRJ e, posteriormente, assumido pela BM&F) ou mesmo mecanismos bem mais informais, por intermédio dos quais as instituições e seus clientes realizam operações. Não obstante, vale esclarecer que nem todas as negociações realizadas no âmbito do mercado financeiro e de capitais e não realizadas em bolsa podem ser tidas como de balcão. Assim, por exemplo, no caso dos contratos de seguro ou em muitas das relações bancárias tradicionais, não há por que usar a expressão – afinal, trata-se, no mais das vezes, de relações contratuais complexas entre as instituições e seus clientes.

Feitos esses esclarecimentos, destinados a tornar mais concreto o que se vinha afirmando, vale retomar o fio da exposição, passando à análise das atividades de intermediação, desenvolvidas em larga medida, mas não exclusivamente, nos sistemas de negociação anteriormente descritos.

3.3. A intermediação financeira

3.3.1. Conceito de intermediação financeira e as suas finalidades

Verificou-se anteriormente que, da mesma forma que estruturas de mercado destinam-se a reduzir custos e a eliminar riscos, surgem também, no

³² Para a descrição da Cetip e de suas atividades, cf. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (2002, p. 73 e ss.) e Andrezo e Lima (2002, p. 174 e ss.).

³³ Para a descrição do Selic e de suas atividades, cf. Banco Central do Brasil (2000, p. 176), Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (2002, p. 63 e ss.) e Andrezo e Lima (2002, p. 151 e ss.).