



## A REGULAMENTAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES E DAS BOLSAS DE MERCADORIAS E FUTUROS E AS NOVAS ATRIBUIÇÕES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 34 | p. 198 | Out / 2006  
Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 8 | p. 687 | Dez / 2010  
DTR\2006\608

### Otávio Yazbek

Advogado. Doutor em Direito. Diretor de Regulação da Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F.

**Área do Direito:** Administrativo; Comercial/Empresarial

### Sumário:

- 1.Introdução - 2.O novo regime: a Lei 6.385/76 e as suas recentes alterações - 3.O terreno comum: subsídios para a definição de bolsa e das atividades bursáteis

**Resumo:** A compreensão do novo papel da CVM em relação aos mercados de derivativos não se sustenta apenas sobre a consideração dos instrumentos neles negociados sob aquela rubrica. O presente artigo pretende discutir, em especial, os efeitos da inclusão das bolsas de mercadorias e futuros na relação dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, tema que, ao contrário do que ocorre com o alargamento do conceito de valor mobiliário, não tem sido muito discutido. Este artigo parte do reconhecimento de que, com as alterações recentes da legislação que rege as estruturas regulatórias do mercado de capitais, a CVM foi alçada a posição distinta daquela que antes ocupava. De autarquia encarregada da regulamentação de determinados mecanismos de captação - do mercado de capitais na acepção mais tradicional do termo - ela acaba se tornando a reguladora de uma ampla gama de outros instrumentos e agentes. A regulamentação das atividades bursáteis deve, neste sentido, partir de um esforço de identificação tanto do que seja o terreno comum e do que sejam os pontos em que se imponha o reconhecimento daquelas diferenciações, como também dos desafios para o mercado brasileiro. Tais desafios são típicos das atividades de regulação no mundo contemporâneo.

**Palavras-chave:** Regulamentação - Bolsas de valores - Mercadorias - Futuros - CVM - Investidor - Financeiro - Taxas de juros - Índices de ações - Oscilação - Taxas - Preços - Derivativos - Bovespa - *Commercial Papers*.

### 1. Introdução

Com a promulgação da Lei 10.303/2001, da MedProv 8/2001 (posteriormente convertida na Lei 10.411/2002) e do Decreto 3.995/2001, o regime originariamente estabelecido pela Lei 6.385, de 15.12.1976, para a regulação do mercado de valores mobiliários foi radicalmente alterado. As mudanças trazidas a este último diploma por aqueles novos textos, com efeito, fizeram mais do que meramente atualizar os instrumentos criados na década de 1970 para a regulamentação e a supervisão do mercado de capitais - elas corporificam uma nova concepção de tal mercado.

Se para o legislador de 1976 cumpria criar mecanismos adequados de tutela para os investidores que optassem por adquirir instrumentos de captação emitidos em massa, criando-se, assim, as necessárias bases para um mercado de títulos de financiamento das atividades empresariais no Brasil, alternativo ao financiamento bancário, <sup>2</sup>o legislador de 2001 defrontava-se com uma nova realidade.

Isso porque, nos últimos decênios, o mundo passou por um acentuado processo de inovação financeira, movido, sobretudo, mas não exclusivamente, pelo advento dos chamados derivativos financeiros. Em especial a partir de 1972, quando da criação dos contratos futuros de moeda na tradicional *Chicago Mercantile Exchange*, começaram a surgir instrumentos diversos, para a negociação em mercados de liquidação futura, de moedas, taxas de juros e índices de ações. *Página 1*



Tal movimento, fruto das novas necessidades dos agentes econômicos, surgidas em razão de uma série de fatos ocorridos na década de 1970, como a crise do sistema de paridade cambial criado em Bretton Woods, as duas crises do petróleo e a instabilidade cada vez maior das taxas de juros, foi acentuado por diversos outros aspectos, como a progressiva desregulamentação dos mercados nacionais, a intensificação da atuação *cross border* dos grandes grupos financeiros etc.<sup>3</sup>

Assim, se o campo financeiro esteve marcado, por muito tempo, pela criação de mecanismos que lidavam com o binômio financiamento/investimento, começa a ganhar espaço, naquele momento, a preocupação com instrumentos de *hedge* - mecanismos capazes de outorgar proteção contra os "riscos de mercado", os riscos de oscilação nas taxas e preços com os quais os agentes econômicos devem lidar quando do desenvolvimento de suas atividades.

Pode-se, a partir daí, identificar o surgimento de alguns significativos desafios para os reguladores locais, criados e estruturados para o atendimento às necessidades tradicionais. Colocando-se de lado a questão da crescente interligação entre distintos mercados nacionais (até por ser tema de maior especificidade, que suscita discussões que fogem aos limites deste artigo), por um lado, os novos instrumentos financeiros fugiam às esferas de competência originariamente delimitadas para os entes estatais encarregados da supervisão de mercado. Por outro, eles cada vez mais nublavam as distinções, antes mais claras, entre o mercado bancário propriamente dito (o mercado de crédito, *locus* em que operava, como intermediário financeiro por definição, o banco comercial) e o mercado de capitais (o campo em que atuavam corretores e bolsas).<sup>4</sup>

A despeito de alguns frutos de tal movimento haverem chegado ao Brasil com relativo atraso, apenas a partir de meados da década de 1980, aqui também passaram a se apresentar as mesmas questões suscitadas em outros países. Em larga medida - ainda que não exclusivamente -, o advento das recentes alterações à Lei 6.385/76 está relacionado a tal realidade.

É neste sentido que se pode interpretar a inclusão, no rol dos valores mobiliários, dos instrumentos derivativos em geral (art. 2.º, VII e VIII, redação dada pela Lei 10.303, de 2001). Como não poderia deixar de ser, tendo em vista a própria natureza do tema, a questão foi objeto de polêmicas e discussões diversas, seja no que tange (i) a aspectos formais (acerca, por exemplo, da necessidade de utilização de dois incisos ou da utilização do termo "derivativos"), seja no que tange (ii) a questões mais doutrinárias (pela opção de caracterização daqueles instrumentos como valores mobiliários, expressão que tem lugar tradicionalmente definido na literatura comercialista), seja mesmo (iii) por conta das dúvidas acerca da abrangência daqueles incisos (uma vez que, a rigor, eles abarcam modalidades negociadas *intuitu personae*, sem distribuição pública, como ocorre no caso de muitos derivativos de balcão, não raro relações entre banco e clientes).<sup>5</sup>

A impressão que fica para o intérprete é que se optou, ante as necessidades concretas que se apresentavam, por valorizar o caráter "instrumental" do conceito de valor mobiliário, como suporte para a competência regulatória da Comissão de Valores Mobiliários, dado o novo papel que esta deveria assumir. Por conta dessa opção e de forma bastante pragmática, aquelas outras questões acima referidas parecem haver se tornado secundárias.

A compreensão do novo papel da CVM em relação aos mercados de derivativos não se apóia, porém, apenas sobre a consideração dos instrumentos neles negociados sob aquela rubrica. Uma outra importante mudança se deu pela inclusão, na relação dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, dos agentes que atuam em tais mercados, a saber, as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as bolsas de mercadorias e futuros (art. 15, VI, redação dada pela Lei 10.303, de 2001). O presente artigo pretende discutir, em especial, os efeitos da inclusão destas últimas naquela relação, tema que, ao contrário do que ocorre com o alargamento do conceito de valor mobiliário, não tem sido muito discutido.

Para tal, serão apresentadas, na seção seguinte, algumas das alterações trazidas à Lei 6.385/76 pela reforma de 2001, assim como algumas das medidas já tomadas pela CVM em face de tais mudanças. Na seqüência, será discutida uma questão que figura como pano de fundo da regulação das bolsas - de valores ou de mercadorias e futuros - e cuja reavaliação se impõe na atualidade, a definição de "bolsa". A partir daí serão descritas as bolsas que hoje operam no país e discutidas algumas das diferenças entre o funcionamento das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros, ressaltando-se as peculiaridades destas últimas. O artigo encerra-se, então, com uma breve consideração acerca do papel que se decidiu outorgar à CVM com o novo regime e dos desafios que



se impõem ao regulador.

## 2. O novo regime: a Lei 6.385/76 e as suas recentes alterações

Como acima esclarecido, a Lei 10.303/2001 acresceu, ao rol dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as bolsas de mercadorias e futuros, relacionando tais agentes no art. 15, VI, da Lei 6.385/76. Com isso, as bolsas de mercadorias e futuros foram colocadas ao lado de outros integrantes daquele sistema, como as bolsas de valores (referidas no inciso IV do mesmo dispositivo) e as entidades de mercado de balcão organizado (art. 15, V, da Lei 6.385/76).

Na mesma ocasião, foram alterados outros dispositivos referentes ao regime de atuação de tais agentes e à forma de definição de tal regime. Assim, agora por intermédio da MedProv 8/2001, foram modificadas várias das alíneas do inciso I do art. 18, que outorga à CVM competência para "*editar normas gerais*" sobre diversas matérias. Com tal alteração, passou à autarquia a competência, que antes era do Conselho Monetário Nacional, de estabelecer as normas para a organização e o funcionamento das bolsas. Essa competência vinha sendo exercida por aquele órgão desde a famosa Resolução CMN 39, de 20.10.1966, que, com o tempo, foi sucedida por normas mais aptas a enfrentar as novas realidades, até a Resolução CMN 2.690, de 28.01.2000.<sup>6</sup>

Hoje, incumbe à CVM emitir normas desta natureza. Seja sob essas novas incumbências, seja no exercício de atividade regulamentar que já lhe cabia, a autarquia já emitiu alguns novos normativos, que vale comentar brevemente.

Assim, em 28.04.2003, foi promulgada a Instrução CVM 387, que, no lugar da Instrução CVM 220, de 15.09.1994, passou a estabelecer as "normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores e de mercadorias e futuros ...".<sup>7</sup>

Da mesma maneira, em 27.01.2004, foi promulgada a Instrução CVM 402, que estabeleceu "normas e procedimentos para a organização e o funcionamento das corretoras de mercadorias". Há, aqui, uma peculiaridade a destacar - o normativo em comento adapta e atualiza, para as sociedades corretoras que operam nas bolsas de mercadorias e futuros, algumas das normas já vigentes para outros intermediários que operam no mercado de capitais, como as corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVMs), as distribuidoras de títulos e valores mobiliários (DTVMS) e os bancos de investimentos.

Tais intermediários têm suas estruturas e atividades ainda hoje regulamentadas pelas Resoluções CMN 1.655, de 26.10.1989, no caso das CTVMs; 1.120, de 04.04.1986, e 1.653, de 26.10.1989, no caso das DTVMS; e 2.624, de 29.07.1999, no caso dos bancos de investimentos. De um modo geral, como todas essas instituições dispunham, em razão do disposto nos respectivos normativos, de autorização genérica para intermediar operações em nome próprio e de terceiros, elas foram também, quando da criação das bolsas de mercadorias e futuros, por estas autorizadas a adquirir os títulos de corretoras de mercadorias, podendo atuar diretamente como tais.

Verifica-se então, entre os intermediários que operam no mercado de valores mobiliários, uma curiosa distinção. As corretoras de valores, distribuidoras de valores e bancos de investimentos são pessoas jurídicas constituídas como tais; já as corretoras de mercadorias tanto podem ser sociedades empresárias normalmente constituídas e assim caracterizadas, quanto ser CTVMs, DTVMS ou bancos de investimentos que meramente adquiriram o correspondente título de bolsa, passando a atuar como corretoras de mercadorias. A categoria corretora de mercadorias remete, portanto, muito mais à situação do associado de bolsa de mercadorias e futuros, quando autorizado a nela realizar suas operações, do que propriamente a um tipo diferenciado de intermediário.<sup>8</sup>

A nova regulamentação tomou o cuidado de respeitar tal distinção e, ao invés de determinar que as corretoras de mercadorias assumissem uma forma específica, distinta das demais, permitiu que as sociedades comerciais que meramente detivessem um título de corretora de mercadorias atuassem como tais, desde que adotassem, em sua denominação, a expressão "corretora de mercadorias" (art. 2.º, parágrafo único, IV da Instrução CVM 402, de 27.01.2004) e tomassem algumas outras providências perante a CVM. Já os demais intermediários, que também fossem, concomitantemente,



corretoras de mercadorias, foram isentados de uma boa parte daquelas obrigações (nos termos do art. 18, da Instrução CVM 402, de 27.01.2004).

Por fim, nesse mesmo movimento, a CVM promulgou uma norma eminentemente de transição, que é a Instrução CVM 362, de 05.03.2002. A rigor, este último normativo simplesmente dispõe que "Aplicam-se às bolsas de mercadorias de futuros, no que couber, o disposto na Instrução CVM 220, de 15 de setembro de 1994, e na Resolução CMN 2.690, de 28 de janeiro de 2000" (art. 1.º). Essa aplicabilidade qualificada da Instrução CVM 220/94 cessou, como já se viu acima, com a promulgação de um novo normativo, atualizado e mais abrangente, a Instrução CVM 387/2003. Já a aplicabilidade, também qualificada, da Resolução 2.690/2000 persiste até o momento da redação deste artigo.

A promulgação de um novo normativo que, nos moldes de tal Resolução, trate das "*normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento*" não apenas das bolsas de valores como também das bolsas de mercadorias e futuros, demanda algumas definições preliminares. Assim, ela deve partir, como se verá na seqüência, primeiro de um esforço de caracterização do que seja uma bolsa hoje e, na seqüência, do reconhecimento dos distintos arranjos institucionais que se vêm adotando para uma e para outra categoria.

A próxima seção destina-se a explorar, ainda que brevemente, o terreno comum: o que caracteriza uma bolsa - de derivativos ou de valores mobiliários mais "tradicionais" - na atualidade. Posteriormente, serão analisadas algumas diferenciações que talvez se imponham.

### 3. O terreno comum: subsídios para a definição de bolsa e das atividades bursáteis

#### 3.1 As bolsas e as atividades operacionais que as caracterizam

A rigor, tanto o regime das bolsas de valores quanto o das bolsas de mercadorias e futuros partem de um denominador comum. Em face das recentes discussões acerca do que seria esse denominador comum na atualidade e ante a inequívoca importância do seu reconhecimento para os fins do presente trabalho, vale explorar tal campo.

Em uma definição bastante simples, uma bolsa é o lugar em que se encontram os possíveis compradores e vendedores de certos bens, para a realização das correspondentes operações de compra e venda, conforme regras e procedimentos predeterminados. Como esclarece Santini (1979, 33), é a partir desta congregação dos interessados que se opera a necessária "*concentrazione nello spazio e nel tempo*" das contratações, concentração esta que será tanto mais eficaz quanto maior seja o número ou a proporção de agentes daquele setor econômico que ali operam. 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 uniformização dos ativos negociados.

Vale destacar, ainda preliminarmente, que essa centralização do processo de fechamento de negócios e dos controles a ele inerentes é o que, historicamente, costuma diferenciar mercado de bolsa de mercado de balcão (o mercado *over-the-counter*), em que as operações são realizadas, usualmente, direto entre os intermediários e entre estes e seus clientes.<sup>10</sup>

Apesar desse esforço de definição inicial ser de alguma valia, deve-se ir um pouco além. Em primeiro lugar, porque, na prática, a expressão apresenta vários sentidos, podendo significar (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 a bolsa passa por uma "alta" ou por uma "baixa", por exemplo).<sup>11</sup>

Além dessa polissemia, a definição de bolsa vem sendo dificultada, nos últimos tempos, por algumas outras transformações ocorridas na forma de operação dos mercados financeiros ao redor do mundo. Assim, por exemplo, o advento de mecanismos eletrônicos de negociação, tanto para





negociações de bolsa como para negociações caracterizadas como de balcão, pode levar à obsolescência das estruturas de intermediação mais tradicionais e nublar algumas das distinções tradicionais entre "bolsa" e "balcão". 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, 11).<sup>12</sup>

Ademais, a integração cada vez maior entre mercados, entre produtos e entre sistemas de negociação originariamente distintos (em razão dos processos de inovação financeira, pelo qual vão surgindo instrumentos cada vez mais complexos) e também a forma de organização e de atuação dos conglomerados financeiros e dos chamados bancos múltiplos, em que se integram atividades diferentes, vêm eliminando algumas das distinções que antes marcavam os arranjos de bolsa, trazendo novos agentes para seus sistemas.

Por fim, a crescente preocupação com as dimensões prudencial e sistêmica no desenvolvimento das atividades financeiras tem levado a uma especialização das instituições que administravam mercados de bolsa 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, 01 e ss.) propõe que se adote uma definição de bolsa muito próxima à terceira acepção acima referida, entendendo como tal qualquer provedor de "sistemas de negociação". Para o citado autor, tal expressão 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 (a transformação destas em negócios).<sup>13</sup>

A rigor, porém, tais procedimentos podem ser adotados também por sistemas de negociação em mercado de balcão. Há um outro aspecto, mais crucial, que ajuda na 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 daquele preconizado pelo modelo econômico neoclássico (de concorrência perfeita).

Essa formação de preços é obtida a partir da realização de operações por meio de intermediários especializados, com presença constante nos ambientes de negociação e, assim, conhecedores dos movimentos do mercado e de suas tendências; da obrigatoriedade de fechamento de operações "contra" os melhores preços praticados no momento, de forma que os vendedores sempre vendam para o comprador que ofereça o preço mais alto e os compradores sempre comprem de quem ofereça o preço mais baixo (atuando como agentes maximizadores); da obrigatoriedade de fechamento de operações "contra o mercado", e não contra outro participante em especial ou a partir de ajustes prévios; e da pronta disponibilidade das informações relevantes para os agentes, ao menos no que tange àquelas informações geradas no próprio sistema.<sup>14</sup>

### 3.2 A auto-regulação

Se essa garantia do processo de formação de preços é um dos aspectos centrais do sistema de bolsas, outro ponto que se pode destacar é a capacidade de auto-regulação dessas instituições - tema que também já gerou muitos debates.

Muitos desses debates surgem das condições sob as quais o tema entrou na ordem do dia, com o advento dos movimentos de desregulamentação a partir da década de 1980. Àquela época tornou-se comum a defesa da auto-regulação, seja na forma de uma "ordem natural de mercado", seja como um tipo específico de arranjo regulatório, como alternativa à "hetero-regulação" estatal.<sup>15</sup>

A auto-regulação bursátil, porém, deve ser considerada como uma realidade distinta, até por não aparecer como alternativa, mas sim como necessário complemento da regulação feita pelos entes estatais. A auto-regulação em matéria de bolsas, com efeito, não é mais do que um tipo de arranjo destinado ao desenvolvimento de atividades regulatórias, integrado, de forma mais ou menos direta, conforme o regime adotado em cada país, à atuação dos reguladores propriamente ditos.<sup>16</sup>



As origens da auto-regulação, a bem da verdade, não parecem residir em um discurso ideológico de desestatização, inexistente quando da criação de algumas instâncias tipicamente auto-reguladoras, mas muito mais na necessidade natural das agremiações de, no seu âmbito, ordenarem as atividades de seus associados. Nesse sentido, a auto-regulação é fruto, inicialmente, da própria atividade associativa e da criação de instâncias administrativas nas entidades coletivas. Como esclarecem Légal e Gressaye (1938, 18), ela se afigura como o resultado de um processo de institucionalização de relações antes meramente contratuais, tomando a forma de "un pouvoir juridique ayant pour object d'imposer aux membres du groupe, par des sanctions déterminées, une regle de conduite en vue de le contindre à agir conformément au but d'interet collectif qui est la raison d'être de ce groupe".

Além disso, a auto-regulação também se justifica pela maior proximidade com a atividade regulada - que por vezes se dá "dentro" do agente auto-regulador (o caso das bolsas). Assim, como lembra Eizirik (1987, 130), o auto-regulador poderia acompanhar com maiores acuidade, sensibilidade e experiência - e com maior presteza - o mercado que se encontra sob a sua tutela. Outra vantagem residiria nos custos da auto-regulação, arcados apenas pelos interessados. Já quanto aos aspectos negativos, há que se considerar a maior possibilidade de ocorrência de conflitos de interesse nas estruturas auto-regulatórias, dada a maior integração entre regulador e agentes regulados. Esses conflitos, aliás, é que justificam na prática a criação de subdivisões administrativas e mecanismos de controle interno nos órgãos auto-reguladores, assim como a integração entre as atividades destes e as dos reguladores estatais.

Por outro lado, da natureza das instituições auto-reguladoras decorre outro ponto importante: seus instrumentos são, necessariamente, distintos daqueles utilizados pela regulação estatal. Se esta última faz uso da autoridade administrativa acima referida e dos correspondentes instrumentos de direito público, para a auto-regulação são adotados, primordialmente, instrumentos fundados no direito privado.<sup>17</sup> Isso não quer dizer, porém, que a relação entre a instituição auto-reguladora e o regulado seja "horizontal" - não se encontram os dois em relação de mera coordenação, lado a lado, mas em relação de subordinação. Trata-se de uma subordinação, porém, sustentada muito mais por aquele instrumental típico das relações entre agentes privados. Naturalmente, nos regimes em que as bolsas recebem competência por força de disposições legais específicas (competência, assim, originária da lei), assim como naqueles em que elas detêm um *status* de auxiliares do poder público (caso em que se pode apresentar também competência derivada da atividade do regulador, nos limites estabelecidos pela legislação), combinam-se diferentes possibilidades para a instância auto-reguladora.<sup>18</sup>

De um modo geral, como destaca Ferrarini (1998, 255), a auto-regulamentação<sup>19</sup> envolve três tipos de normas: as que dizem respeito à organização e ao funcionamento do mercado, abrangendo regras operacionais ou de conduta profissional dos intermediários; as regras e procedimentos para acesso aos seus sistemas e desenvolvimento de atividades no seu âmbito;<sup>20</sup> e as normas que estabelecem requisitos para a "listagem" de ativos ou outros instrumentos para negociação naqueles sistemas (o que, no caso das bolsas de derivativos, funciona de forma distinta, vez que a própria bolsa "cria" os instrumentos que ali serão negociados, não se podendo falar propriamente em emissão).

Pode-se sintetizar essa exposição integrando as normas ali referidas em duas amplas categorias - a das regras de acesso aos sistemas da bolsa, que englobam todos os mecanismos de ingresso de intermediários e de emissores de títulos, assim como as condições de listagem para negociação, e a das regras gerais de conduta, abarcando uma ampla gama de regras protetivas dos agentes ou garantidoras dos mecanismos de negociação e dos processos de formação de preços, como regras operacionais, de comportamento, de prestação de informações etc. Essas são, naturalmente, complementadas por um sistema de fiscalização e de aplicação de penalidades e restrições, em qualquer hipótese observadas as naturais restrições à abrangência de tal fiscalização e de tais penalidades,<sup>21</sup> decorrentes da natureza da auto-regulação.

No Brasil, os fundamentos da auto-regulação exercida pelas bolsas residem especialmente nos arts. 8.º, § 1.º, e 17, parágrafo único, da Lei 6.385/76. Assim, o primeiro desses dispositivos, após tratar da competência da CVM para a regulamentação e fiscalização dos mercados e intermediários, estabelece que esta "não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários neles negociados". Já o art. 17, parágrafo único, da Lei 6.385/76 estabelece que



"às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários neles realizadas."

Como adiante referir-se-á, algumas das opções terminológicas adotadas refletem dificuldades históricas para a definição da natureza jurídica das bolsas.

### 3.3 As raízes do regime legal das atividades bursáteis

Embora as bolsas e as operações de bolsa façam parte das práticas mercantis desde longa data, deve-se reconhecer que o tratamento legal da matéria é relativamente recente.<sup>22</sup>No Brasil, o regime das bolsas (ainda específico para as bolsas de valores) surge como acessório ao tratamento da situação e das atividades dos corretores que ali se reuniam para operar.<sup>23</sup>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) e, no ano seguinte apenas, foi instituída a Bolsa de Valores de São Paulo e Santos. A partir de então, foram criadas diversas instituições dessa 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.<sup>24</sup>Exemplo claro, neste sentido, reside em um texto clássico, de autoria de Oscar Barreto Filho (2001, 266), em que, ainda em 1959, se acaba por defender que as bolsas tinham natureza de "entes autárquicos", sem personalidade jurídica própria.<sup>25</sup>

Ao lado dessa indefinição, um outro elemento que caracterizava o regime jurídico das bolsas, em especial até a década de 1960, era o seu mais marcado caráter de órgão de classe. É sob esse prisma que Levy (1977, 617 e ss.) desenvolveu sua famosa análise da história da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - inicialmente, estando os corretores daquela praça organizados em entidades como a Junta dos Corretores e a Câmara Sindical dos Corretores de Fundos Públicos, não havia como negar a existência de um sistema corporativo, apoiado sobre relações de linhagens.

A Lei 4.728/65, promulgada em momento de transformações para a reforma do mercado de capitais nacional, ajudou no rompimento de alguns desses padrões. Tal diploma representou uma ampla reformulação do sistema em que atuavam bolsas de valores e intermediários e, mantendo determinados controles estatais sobre as atividades de mercado (então exercidos apenas pelo Banco Central do Brasil), implementou o que se pode caracterizar como uma larga "despublicização" daquele regime, 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 diversos países, tais instituições passaram a ser caracterizadas como associações, constituídas pelos corretores e a eles pertencentes, sem prejuízo do interesse público pelas suas atividades.<sup>26</sup>Algumas das questões relacionadas a essa forma serão adiante retomadas. Antes de passar aos problemas com que hoje se defronta a regulação dos sistemas de bolsa e em complemento ao que se expôs até o presente momento, vale descrever, ainda que brevemente, as atividades das duas instituições que, hoje, são as mais importantes no Brasil - a Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa e a Bolsa de Mercadorias & Futuros - BM&F.

### 4. As bolsas hoje existentes no Brasil: uma breve descrição

A descrição que se fará na presente seção busca, a partir das definições preliminares feitas na seção anterior, mostrar as diferenciações concretas entre as duas bolsas hoje existentes e submetidas ao disposto na Lei 6.385/76. Para tal, serão brevemente descritas as atividades da Bovespa e da BM&F, procurando-se, a cada caso, ressaltar algumas daquelas especificidades.



A Bovespa é, hoje, a única bolsa de valores em operação no Brasil, nela se negociando ações de emissão de companhias abertas, opções e futuros sobre aquelas ações, títulos de dívida emitidos por companhias (debêntures, conversíveis ou não, e *commercial papers*) e outros títulos ou direitos, geralmente correspondentes a tais instrumentos ou deles derivados. 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.<sup>27</sup> Porém, até meados da década de 1980, ela ocupou um 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, em fins 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 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, passou a permitir também a realização de operações de câmbio interbancário (o Sisbex, hoje administrado pela BM&F),<sup>28</sup> assim como a realização de leilões específicos. As demais Bolsas regionais passaram a atuar como prestadoras de serviços em suas respectivas praças, como unidades regionais 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), mercados especiais para títulos emitidos por companhias que se comprometem com padrões superiores de governança corporativa (os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado) e sistemas eletrônicos para negociação, inclusive via internet.<sup>29</sup>

Já a BM&F é uma bolsa de derivativos, nela sendo negociados, basicamente, contratos futuros e de opções e registradas operações com outras modalidades, típicas de mercado de balcão, como os *swaps* e as opções flexíveis (estas nos termos da Resolução CMN 2.873, de 26.07.2001). Criada em 1985, a partir de esforços conjuntos da Bovespa e de seus associados, a BM&F iniciou suas operações no ano seguinte. No desenvolvimento de suas atividades, ela celebrou, em 1991, acordo operacional com a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), uma tradicional bolsa de commodities, existente desde 1917, passando a assumir posição de destaque no mercado de derivativos agropecuários - ainda que este não movimentasse, àquela época, volumes significativos.<sup>30</sup> Posteriormente, em 1997, ela celebrou contrato da mesma natureza com a Bolsa Brasileira de Futuros (BBF), que vinha se especializando em derivativos financeiros na praça do Rio de Janeiro.

Com o tempo, a BM&F acabou por se transformar no principal centro de realização e de registro de operações com derivativos da América Latina. Por outro lado, a partir de 2002, com a implantação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (o SPB) e suportada pela Lei 10.214, de 27.03.2001, a BM&F alargou suas atividades de *clearing* de modo a abarcar, além da liquidação de operações com derivativos, 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. Para o suporte a tais atividades foi criado, ainda, como subsidiária integral da BM&F, um banco liquidante - o Banco BM&F de Serviços de Liquidação e Custódia S.A. -, nos termos e para os fins da Resolução CMN 3.165, de 29.01.2004.

No que tange ao desenvolvimento de novos sistemas de negociação, também a partir de 2002, com base em um novo acordo operacional, a BM&F adquiriu da BVRJ os direitos sobre o já referido Sisbex (havendo adquirido, na mesma ocasião, títulos de emissão da BVRJ). Em 2006, iniciam-se as negociações, no pregão viva-voz, de operações de câmbio no mercado interbancário (a vista). Além disso, da mesma forma que a Bovespa, também a BM&F vem desenvolvendo novos sistemas de





negociação, inclusive em meio eletrônico.

Verifica-se que as trajetórias das duas instituições, a despeito de igualmente imbricadas com o desenvolvimento recente do mercado nacional e as grandes tendências que marcaram tal desenvolvimento, apresentam algumas importantes diferenciações, seja no que tange aos respectivos processos históricos, seja no que tange aos mercados explorados. Na seção seguinte serão referidas algumas daquelas diferenciações, assim como algumas tendências que afetam as duas instituições.

## 5. Bolsas de valores e bolsas de mercadorias e futuros - evolução recente e especificidades

Uma vez apresentados alguns conceitos fundamentais acerca da caracterização das bolsas e descritas, ainda que brevemente, as duas bolsas que hoje atuam no mercado brasileiro - uma como bolsa de valores e a outra como bolsa de mercadorias e futuros - cumpre passar à diferenciação entre uma e outra e a algumas evoluções recentes. Com efeito, são questões desta ordem que tendem a qualificar a vindoura regulamentação.

Neste ponto, uma das primeiras questões a suscitar é a da diversidade de arranjos institucionais adotados pelas duas bolsas. Como já antecipado, tal diversidade é fruto tanto de processos históricos diferenciados (vindo as bolsas de valores das origens acima descritas), quanto das próprias diferenças de regime vigentes para cada uma das instituições (uma vez que, para as bolsas de valores, sempre vigoraram regimes regulamentares mais claramente definidos), refletindo-se tanto nas atividades operacionais de cada uma delas, quanto nas suas estruturas político-administrativas.

Ademais, como também referido, impõe-se hoje, quando da consideração do que está incluído na categoria legal "bolsas de mercadorias e futuros", vislumbrar, ao lado dos sistemas de negociação com valores mobiliários em bolsa e balcão, sistemas de negociação de outros ativos (como câmbio e títulos públicos) e arranjos de *clearing* para atividades as mais distintas, sob o regime da citada Lei 10.214/2001.

Naturalmente, tal diversidade reflete-se naquelas estruturas político-administrativas - a multiplicação de *stakeholders* gera, de forma inequívoca, efeitos organizacionais, com a criação de instâncias decisórias ou consultivas diferenciadas em relação àquelas que vigem para as bolsas de valores.

Ao lado dessas diferenciações, há também alguns temas que parecem afetar tanto as bolsas de valores quanto as de mercadorias e futuros, de maneira mais ou menos uniforme. Um deles diz respeito à natureza jurídica de tais instituições e à natureza dos serviços por elas prestados. O tema se impõe, primeiro, por força dos próprios debates que vigoravam antes da promulgação da Lei 4.728/65 e pelo caráter quase que paraestatal das bolsas à época, mas também em face da redação adotada pela Lei 6.385/76, por exemplo, ao referir as bolsas como " *órgãos auxiliares*" da CVM no desempenho das atividades que incumbem à autarquia.

A discussão foi, em larga medida, matizada por dois pareceres exarados no correr da década de 1980, por Fábio Konder Comparato (1985) e por Celso Antonio Bandeira de Mello (1987). Nos dois trabalhos, com algumas diferenças terminológicas e conceituais, acabava-se por concluir que as bolsas de valores eram, por força de lei, " *delegadas de função pública*", prestadoras de um serviço público. Apresentada desta maneira, a questão simplificou alguns pontos que mereceriam debate mais aprofundado e que tendem a se refletir na regulamentação que se criará para as atividades bursáteis.

Com efeito, mesmo que se evite ingressar no debate quase que infindável acerca do que é, realmente, " *serviço público*" e do que é "atividade econômica em sentido estrito" e das formas de atuação do Estado e dos agentes privados nos dois campos,<sup>31</sup> a caracterização pura e simples das atividades bursáteis daquela maneira pode mostrar-se problemática, em especial no que tange à identificação do estatuto jurídico das bolsas - pela natureza destas, sua forma de criação e de organização e pela amplitude das atividades desenvolvidas, a imposição uniforme de regime publicístico parece ser, no mínimo, inadequada.<sup>32</sup>

Neste sentido, é interessante remeter, por exemplo, à engenhosa formulação de Eros Roberto Grau (1998, 142 e ss.), quando de sua exploração do regime aplicável às empresas estatais, tendo em



vista as formas que estas adotam e as atividades que desenvolvem. Na sua análise, que vale transcrever, o autor diferencia os regimes "estrutural" e "funcional" das pessoas jurídicas objeto de suas considerações, esclarecendo que "quando penso no *regime funcional* das empresas estatais - de uma determinada empresa estatal, sendo mais preciso - estou a dela cogitar em seu dinamismo, isto é, no desenvolvimento das suas atividades. Ora, estas atividades podem ser visualizadas desde a perspectiva dos particulares - relações da empresa estatal com os particulares - ou desde a perspectiva do próprio Estado - relações da empresa estatal com o Estado. Quando penso no regime estrutural da empresa estatal, estou a dela cogitar em termos estáticos, isto é, em seu formato institucional. Posso - e devo, imperiosamente - então, verificar que há um regime jurídico estrutural... e, pelo menos, dois sub-regimes jurídicos funcionais aplicáveis às empresas estatais. Os últimos entendidos como funcional interno - relações da empresa com o Estado - e funcional externo - relações da empresa com o setor privado".

Uma vez apresentada essa distinção, o autor destaca que não há, necessariamente, interpenetração entre esses regimes e que, por isso mesmo, é errado aplicar um determinado princípio, condicionador de qualquer um deles, aos demais. Tal argumentação, ao reconhecer a complexidade das situações concretas e das formas como se imbricam, hodiernamente, as esferas pública e privada, pode ajudar no equacionamento de alguns dos problemas que envolvem a natureza jurídica das bolsas.

Por fim, um outro ponto que se impõe quando da discussão sobre o arcabouço regulatório que se deve construir para as atividades de bolsa - aqui tanto no que tange às bolsas de valores quanto no que tange às bolsas de derivativos - diz respeito aos debates, recém iniciados, sobre a sua possível "desmutualização".<sup>33</sup>

De fato, embora a solução mais comum, em muitos países, ainda seja a da criação das bolsas sob a forma associativa (ou seja, como entidades sem finalidades lucrativas), cada vez mais vem ganhando espaço uma tendência à chamada *demutualization* - a transformação daquelas instituições em empresas, sob a forma de sociedades anônimas, não raro com títulos emitidos para negociação pública. Por um lado, parece que esta tendência se justifica pela maior clareza das regras aplicáveis às sociedades comerciais e mesmo pela possibilidade de se imprimir às bolsas mecanismos de governança corporativa, com cada vez maior profissionalização. Por outro, analisando-se historicamente, a "desmutualização" está, também, relacionada à dinâmica dos mercados contemporâneos - isso porque, nesses mercados, com a possibilidade de atuação global dos conglomerados e de movimentação dos agentes econômicos, as bolsas precisariam, para garantir liquidez, atrair novos participantes, o que se daria pela modernização de suas estruturas, por ganhos em eficiência e por redução de custos.<sup>34</sup>

Independentemente das motivações, hoje já se começa a discutir o tema no Brasil. A rigor, o regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/2000 já prevê, em seu art. 1.º, a possibilidade de organização das bolsas como sociedades anônimas. Como, porém, alterações desta ordem geram também efeitos organizacionais diversos, sobretudo em entidades como as bolsas, que desempenham atividades de auto-regulação,<sup>35</sup> decerto tais discussões e movimentos são merecedores de atenção no debate recente sobre a regulamentação das atividades de bolsa.

Naturalmente, não se esgotam aí as especificidades que marcam o debate sobre as bolsas no Brasil. Não são apenas aquelas acima relacionadas as diferenças entre bolsas de mercadorias e futuros e bolsas de valores. Tampouco as questões as quais o intérprete se depara limitam-se àquelas acerca da definição do regime jurídico das bolsas e das formas associativas adotadas. Tais pontos, porém, ajudam a mostrar a complexidade dos desafios apresentados ao regulador. É com tal constatação que se encerra o presente artigo.

## 6. Conclusões: os desafios para o regulador

Este artigo parte do reconhecimento de que, com as alterações recentes da legislação que rege as estruturas regulatórias do mercado de capitais, a CVM foi alçada a posição distinta daquela que antes ocupava. De autarquia encarregada da regulamentação de determinados mecanismos de captação - do mercado de capitais na acepção mais tradicional do termo - ela acaba se tornando a reguladora de uma ampla gama de outros instrumentos e agentes. Hoje, pode-se considerar, em



uma generalização, que a CVM assumiu a posição de uma reguladora de condutas negociais em sentido mais amplo (uma reguladora das relações de mercado <sup>36</sup>), enquanto o Banco Central do Brasil teria assumido, mais marcadamente, a posição de regulador prudencial e sistêmico.

Como efeito natural e necessário de tais alterações, ao lado de outros pontos mais debatidos, a CVM tornou-se também a reguladora das bolsas de mercadorias e futuros. Tais bolsas, ao mesmo tempo em que são aparentadas com as bolsas de valores, mostram algumas inequívocas diferenças em relação a estas últimas. A regulamentação das atividades bursáteis deve, neste sentido, partir de um esforço de identificação tanto do que seja o terreno comum e do que sejam os pontos em que se imponha o reconhecimento daquelas diferenciações, como também dos desafios para o mercado brasileiro.

Esses desafios não apresentam caráter excepcional. Eles são, antes, típicos das atividades de regulação no mundo contemporâneo - em que se transita permanentemente do reconhecimento da dinâmica dos mercados e dos processos inovativos para a necessidade de se criar arranjos institucionais capazes de outorgar, aos agentes de mercado e à sociedade como um todo, as necessárias segurança e certeza.

## 7. Bibliografia

ANDREZO, Andrea Fernandes, e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Thomson Learning, 2002.

BARRETO FILHO, Oscar. Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, n. 12, São Paulo: Revista dos Tribunais (ed. original, 1959), 2001.

BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza no capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, Maria da Conceição, e FIORI, José Luís. *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge. *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da lei n. 10.303, de 31.10.2001*, Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação do seu objeto. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 60. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

EATWELL, John e TAYLOR, Lance. *Global finance at risk: the case for international regulation*. New York: The New Press, 2000.

*ECONOMIST, The*. Crowding the dance floor. May 20th, London, 2006.

EIZIRIK, Nelson Laks. Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários. *Questões de direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

FERRARINI, Guido (1998). Exchange governance and regulation: an Overview. In: FERRARINI, Guido (ed.). *European securities markets: the Investment Services Directive and beyond*. London: Kluwer Law International, 1998.

FERREIRA, Alcides, e HORITA, Nilton. *BM&F: a história do mercado futuro no Brasil*. São Paulo: Cultura Editores, 1996.

FIGUEIREDO, Luiz Fernando, e SILVA, José Pedro Ramos Fachada Martins da. Sistemas Eletrônicos de Negociação. *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 13, Brasília, 2002.

GOODHART, Charles A. E., HARTMANN, Philipp, LLEWELLYN, David, ROJAS-SUÁREZ, Liliana, e WEISBROD, Steven (1998). *Financial regulation: why, how and where now?*, London: Routledge, 1998.



GRAU, Eros Roberto (1998). *A ordem econômica na Constituição de 1988* (interpretação e crítica). São Paulo: Malheiros, São Paulo, 1998.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o poder disciplinar da CVM. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* v. 43. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981.

HESSEL, Camila Guimarães. Bolsas de Valores S.A. *Capital Aberto*, n. 35, São Paulo, 2006.

LEE, Ruben. *What is an Exchange?* The automation, management, and regulation of financial markets. London: Oxford University Press, 1998.

LÉGAL, Alfred, e GRESSAYE, Jean Brethe de la (1938). *Le Pouvoir Disciplinaire dans les Institutions Privées - Son Organisation et ses Effects dans les Associations, Syndicats, Sociétés, Entreprises, Professions - Étude de Sociologie Juridique*. Paris: Librairie du Recueil Sirey, 1938.

LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1977.

LUZZATTO, Gino. L'Origine e L'Evoluzione Storica delle Borse Valori. *Lezioni del Corso di Aggiornamento sulle Borse Valori*. Istituto Universitario - Facoltà di Economia e Commercio di Ca' Foscari/Camera di Commercio, Industria ed Agricoltura di Venezia, Milano: Giuffrè Editore, 1958.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Natureza jurídica das Bolsas de Valores. *Revista de Direito Público*, n. 81, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1987.

MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1997.

PAIVA, Heitor de Gomes. *Contrato de corretagem celebrado com corretor de fundos públicos: sua natureza jurídica; estudo sobre a bolsa de valores, a praça de comércio e os valores mobiliários*. Rio de Janeiro, 1963.

PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. Rio de Janeiro: Forense, 1982.

REPOUX, Louis. *La Bourse des Marchandises de Paris - histoire, organisation, fonctionnement, role économique*. Paris: Librairie Nouvelle de Droit et de Jurisprudence, 1910.

SANTINI, Gerardo. *Il commercio*. Saggio di Economia del Diritto. Bologna: Il Mulino, 1979.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Special Study: Electronic Communication Networks and After-Hours Trading*. Washington, DC: Division of Market Regulation, 2000.

YAZBEK, Otavio. *Crítérios materiais para a regulação das atividades financeiras - dos riscos negociáveis à "sociedade do risco"*, tese de doutoramento. São Paulo: Faculdade de Direito da USP, mimeo, 2005.

ZUNZUNEGUI, Fernando. *Derecho del mercado financiero*. Madrid: Marcial Pons, 1997.

ZYSMAN, John. *Governments, markets and growth: financial systems and the politics of industrial change*. Ithaca: Cornell University Press, 1983.

---

2 E tratava-se, no caso, de opção quase que generalizada nos países em desenvolvimento, em que se buscava meios alternativos de formação de capital. Para uma descrição detalhada do debate, cf. Zysman (1983).

3 Naturalmente, todos esses processos encontram-se mais ou menos interligados entre si, dentro de uma determinada conjuntura histórica. Para a descrição de tal conjuntura, cf. Braga (1997), Eatwell e Taylor (2000, 02) e Yazbek (2005, 72 e ss.).

4 Frise-se que estes efeitos não incidiram apenas sobre as distinções entre os mercados bancário e de capitais, mas também afetaram as distinções entre aqueles e os mercados de seguros e





previdência, que, a rigor, também integram o que se poderia chamar de "mercado financeiro em sentido amplo". Os limites do presente trabalho, porém, não permitem que se sejam considerações sobre tais processos, seus efeitos organizacionais e sobre as mudanças de arranjos regulatórios deles decorrentes.

5 Vale remeter, para algumas dessas observações, a Carvalhosa e Eizirik (2002, 482 e ss.) e Chediak (2002, 535).

6 Para a sucessão daqueles normativos, cf. Andrezo e Lima (2002, 82 e 328). Para uma descrição do regime originariamente definido, cf. Pontes (1982, 301 e ss.).

7 A Instrução CVM 387/2003, destaque-se, não revogou diretamente a Instrução CVM 220/94. Inicialmente, no lugar desta última, foi promulgada a Instrução CVM 382, de 28.01.2003. Como esta apresentava algumas falhas, ela teve seu regime ajustado pela Instrução CVM 383, de 03.02.2003. Estas duas é que foram revogadas pela Instrução CVM 387/2003.

8 Dada a sua natureza peculiar e a escassa regulamentação de suas atividades, as corretoras de mercadorias não foram objeto de análises ou descrições doutrinárias mais detalhadas. Para algumas referências, cf. Carvalhosa e Eizirik (2002, 453 e ss.).

10 Vale destacar que a legislação brasileira não efetua essa diferenciação de forma clara ao definir, no art. 21, § 3.º, da Lei 6.385/76, mercado de balcão como aquele em que há "participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15, I, II e III, ou nos seus estabelecimentos, excluídas as operações efetuadas em Bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado". O art. 21, § 5.º, da Lei 6.385/76 define o mercado de balcão organizado (regulamentado hoje pela Instrução CVM 243, de 01.03.1996), remetendo a uma maior centralização. Em nenhum lugar, porém, define-se bolsa.

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

12 E um importante exemplo talvez resida na experiência dos *Electronic Communication Networks*, 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).

13 Naturalmente, tal definição aponta apenas os elementos mínimos necessários para caracterizar sistemas de bolsa. A estes podem ser acrescentados, em uma análise mais ampla, diversos outros serviços, tanto acessórios quanto essenciais para a manutenção de tais sistemas, mas que, de qualquer maneira, ganham uma certa autonomia.

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

15 Para o que se pode remeter a Moreira (1997, 52 e ss.).

16 Esta diversidade fica evidenciada, por exemplo, da consideração dos modelos espanhol, alemão e holandês, mais publicizados, em contraposição com outros modelos. Para tal, cf. a exposição de Zunzunegui (1997, 287 e ss.) e a análise, mais abrangente, de Ferrarini (1998, especialmente 248 e ss.). Eizirik (1987, 131) também chama a atenção para algumas diferenças de conformação do campo de auto-regulação bursátil.

17 Tanto que Goodhart *et. al.* (1998, 03) falam em " *private self-regulation, reinforced by common, commercial and contract law*". Vale destacar, porém, que no sistema inglês é reduzida a participação do Estado nas atividades de auto-regulação, como lembra Eizirik (1987, 130). Um exemplo bastante ilustrativo de exercício de atividades de auto-regulação a partir de instrumentos privados encontra-se na regulamentação do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de governança corporativa, da Bovespa, para a qual vale remeter.

18 Para essa análise das fontes da competência das instâncias auto-regulatórias e de seus efeitos,



cf. Guerreiro (1981, especialmente 72 e ss.).

19 E a expressão "auto-regulamentação" é aqui utilizada para designar apenas uma das dimensões da auto-regulação, a de criação de normas. Ao lado de tal atividade, porém, há que se considerar atividades executivas (de aplicação de normas e procedimentos) e de aplicação de penalidades (neste sentido, cf. Moreira, 1997, 52 e ss.).

20 E essa criação de regras de acesso ao mercado, cumpre destacar, não se confunde necessariamente com o ingresso no quadro associativo, que, a rigor, pode ser subordinado a *affectio societatis*, tendo em vista a natureza das bolsas e o papel que nelas é desempenhado pelos associados. Neste sentido - e como a matéria vem sendo objeto de debates recentes -, vale remeter ao regime estabelecido pelos arts. 25 e 26 da Resolução CMN 2.690/2000.

21 Neste sentido, relatando algumas polêmicas já antigas no Brasil, dizendo respeito em especial sobre atividades de fiscalização e aplicação de penalidades pelas bolsas, cf. Eizirik (1987, 133 e ss.) e Pontes (1982, 368 e ss.).

22 Assim, por exemplo, Pontes (1982, 280 e ss.) remete a raízes muito remotas, indicando, porém, que a primeira referência legislativa à matéria data de 1801, na França. Para outras referências, cf. Luzzatto (1958, 19 e ss.). Especificamente para o surgimento das primeiras bolsas de mercadorias, cf. Repoux (1910, 03 e ss.).

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

24 Referidas por Pontes (1982, 298 e ss.).

25 Frise-se que tais debates antecederam não apenas a reforma da legislação de mercado de capitais no país, que será a seguir referida, como também a famosa reforma administrativa de 1967 que, promovida pelo Dec.-Lei 200, trouxe maior clareza ao uso de determinadas expressões no âmbito da administração pública.

26 O regime das bolsas ao redor do mundo é bastante diversificado. Cf., neste sentido, a discussão levada a efeito por Lee (1998, 09 e ss.). Em alguns países, as bolsas são, ainda, criadas pelo governo (Zunzunegui, 197, 298), enquanto em outros elas podem 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 (art. 18, I, c e h, da Lei 6.385/76, respectivamente).

27 Andrezo e Lima (2002, 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.

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

29 Para essa evolução mais recente, assim como para as linhas gerais da evolução da BM&F, a seguir apresentada, cf. Andrezo e Lima (2002, 338 e ss. e 166 e ss.).

30 Para a história e as iniciativas precursoras da BMSF, cf. Ferreira e Horita (1996, 111 e ss.).

31 E para uma análise, com base na Constituição Federal de 1988, pode-se remeter a Grau (1998, 121 e ss.).

32 E a mera contraposição do regime estabelecido pela Resolução 2.690/2000 àqueles regimes definidos pelos normativos que a antecederam já demonstra, em muitos pontos, o progressivo reconhecimento de tal situação.



---

33 Neste sentido, cf. as referências trazidas por Hessel (2006).

34 É nesta linha, por exemplo, que vai a análise de Ferrarini (1998, 246 e ss.).

35 Faz-se referência, aqui, a um dos principais debates no que tange a tal matéria - a acentuação dos conflitos de interesses quando a mesma pessoa jurídica incumbida de regular o mercado torna-se sujeita a pressões de acionistas (cf., por exemplo, *The Economist*, 2006, 77, e Hessel, 2006, 43). Dele decorrem interessantes questões jurídicas, envolvendo a criação de instâncias protegidas daqueles conflitos de interesses, de modo a garantir a idoneidade das atividades de auto-regulação.

36 Por essa expressão se está referindo uma regulação com foco, sobretudo, em uma dimensão transacional, envolvendo, dentre outras atividades, a regulação das estruturas e práticas negociais, das relações entre os diversos tipos de agentes e do desenvolvimento e oferta de produtos financeiros diversos.