

CAPÍTULO 1

MERCADO DE CAPITAIS — NOÇÕES INTRODUTÓRIAS

1.1. A intermediação financeira

A análise das principais características do mercado de capitais deve ser precedida de uma exposição, ainda que sumária, da noção de intermediação financeira e das funções das instituições financeiras.

A intermediação financeira pode ser compreendida a partir de dois conceitos essenciais da teoria econômica: poupança e investimento.

Na literatura econômica¹, o exemplo clássico que permite a imediata compreensão dos conceitos de poupança e investimento é o da chamada “economia de Robison Crusóé”. Crusóé, após sobreviver a um naufrágio, passou a habitar uma ilha deserta, alimentando-se do produto de sua pescaria diária. Podemos imaginar que, após algum tempo, decide fabricar uma rede, com o que aumentaria a quantidade de peixes pescados e teria mais tempo para o lazer. Para ter um dia inteiro dedicado a fabricar a rede, deveria diminuir o seu consumo diário de peixe, de sorte que a quantidade pescada pudesse alimentá-lo por dois dias. O primeiro ato, de abstenção do consumo, constitui tipicamente um ato de poupança, que pode ser definida como a parte da produção não consumida. Já o segundo ato, de utilização dos recursos poupados para a produção da rede, um bem de capital, constitui um investimento.

¹ MURRAY POLAKOFF. *Financial Institutions and Markets*. Boston, Houghton Mifflin, 1970, pp. 3-20.

Na economia primitiva de Crusoé, as figuras de poupador e investidor concentram-se na mesma pessoa, que pode, ademais, ajustar os volumes desejados de poupança e investimento. Já na moderna economia de mercado, existe uma multiplicidade de agentes econômicos — governo, empresas, unidades familiares, indivíduos, etc. — com intenções diversas de investimento e poupança, que assim podem ser classificadas: os agentes “deficitários”, que são aqueles cujas pretensões de investimento excedem a sua capacidade de geração de poupança; e os agentes “superavitários”, cuja capacidade de poupança supera as suas necessidades de investimento.

Na economia de mercado, é função do sistema financeiro prover os canais adequados mediante os quais os agentes econômicos deficitários obtêm os recursos de que necessitam para os seus projetos de investimento e os agentes superavitários aplicam as suas poupanças.

A intermediação financeira objetiva interligar os agentes econômicos, de forma que aqueles que têm recursos disponíveis — os superavitários — possam aplicar suas poupanças em ativos financeiros emitidos pelos agentes que deles necessitam, os deficitários. As instituições financeiras, assim, captam recursos dos agentes econômicos superavitários para emprestá-los aos agentes deficitários, atuando como autênticos “intermediários do crédito”, de forma habitual e profissional.

Efetuando profissionalmente a intermediação entre os agentes deficitários e os superavitários, as instituições financeiras adotam uma estrutura patrimonial peculiar, decorrente da fungibilidade dos bens que intermedeiam (basicamente moeda), pela qual tornam-se devedoras dos depositantes, que podem sacar seus recursos à vista, e credoras dos beneficiários dos empréstimos, cujas dívidas são constituídas a prazo. Ou seja, enquanto os passivos dos bancos podem ser cobrados a qualquer momento, seus ativos são somente exigíveis quando do vencimento das dívidas, o que pode torná-los vulneráveis a crises de confiança, as chamadas “corridas bancárias”, que ocorrem quando os correntistas apressam-se a sacar os seus recursos, temendo que a instituição financeira não logre transformar seus ativos ilíquidos em moeda, para fazer face ao pagamento dos recursos depositados².

² OTAVIO YAZBEK, “O risco de crédito e os novos instrumentos financeiros — uma análise funcional”. In: IVO WAISBERG, MARCOS ROLIM FERNANDES FONTES (coord.). *Contratos Bancários*. São Paulo, Quartier Latin, 2006, p. 314.

O mercado financeiro existe justamente porque alguns agentes econômicos poupam mais do que investem, enquanto outros investem mais do que poupam, sendo necessário transferir recursos de uns para outros, para maior otimização dos recursos disponíveis na economia³.

Ainda que se verifique, em muitos estudos, uma associação bastante positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico, não existe consenso se o mercado financeiro desenvolve-se porque existe crescimento econômico ou se é o desenvolvimento do mercado financeiro fator relevante para provocar crescimento econômico. De qualquer forma, demonstra-se que existe atualmente ampla evidência, a partir de estatísticas colhidas em vários países, que taxas mais altas de crescimento econômico são observadas em países cujos sistemas financeiros são mais desenvolvidos⁴.

De um ponto de vista estritamente jurídico, as instituições financeiras atuam como se os recursos emprestados ao público fossem recursos próprios. Tal se dá porque elas agem, em cada operação de captação ou aplicação de recursos, em nome próprio; tais recursos emprestados pelas instituições financeiras, porém, foram previamente captados junto ao público, para a finalidade de repassá-los, como empréstimos, às unidades econômicas deficitárias. O intermediário financeiro, portanto, constitui um tipo especial de empresário, que capta recursos do público, deles se apropria, como se fossem próprios, para o fim de transferi-los aos agentes econômicos que deles necessitam, de forma habitual e com finalidade lucrativa.

Ao centralizar a oferta e a procura de dinheiro, a instituição financeira empreende uma atividade dupla: ao captar recursos junto aos poupadores, remunera-os com juros; ao colocá-los à disposição dos tomadores de recursos cobra destes juros. A remuneração da instituição financeira (o chamado "spread" bancário) consiste na diferença entre a taxa de juros pagos na captação e os juros cobrados nos repasses. Num primeiro momento, ao receber o crédito, o banco figura no pólo passivo da relação comercial, tornando-se devedor do detentor de re-

3 ANDREA ANDREZZO, IRAN SIQUEIRA. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. São Paulo, Pioneira/PIPECAFI-USP, 1999, p. 7.

4 CARLOS A. ROCCA, "Mercado de Capitais Eficiente: Condição para o Crescimento Sustentado", XVI Fórum Nacional de Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, mai. de 2000, p. 14.

... cursos, daí serem chamadas tais operações de "passivas" dos bancos; no segundo momento, ao dar o crédito, tornando-se credor do agente econômico deficitário, pratica típica operação bancária "ativa"⁵.

O sistema financeiro pode influenciar o processo de formação de capital, e, por consequência, o desenvolvimento econômico do país, de dois modos⁶:

1. contribuindo para a expansão do volume total de poupança do país, na medida em que a intermediação financeira pode criar para o público instrumentos de poupança atraentes com respeito a prazo e liquidez;

2. tornando mais eficiente a transformação dos fundos poupados em capital produtivo, o que se dá: por uma alocação mais eficiente do total da riqueza, através de mudanças na sua composição e propriedade, ocasionando um fortalecimento da produtividade do estoque existente de capitais; pelo incentivo a uma alocação mais eficiente dos novos investimentos, permitindo a transferência de recursos para os setores produtivos nos quais exista grande capacidade empresarial.

A caracterização jurídica da atividade de intermediação financeira verifica-se em função da existência dos seguintes elementos⁷:

(a) a ocorrência de "intermediação", que significa o dar e receber recursos financeiros, atuando porém o intermediário como credor e devedor; isto significa que ele capta o dinheiro alheio e o "vende" com juros, assumindo integralmente o risco do negócio; o objeto da instituição financeira é a "negociação do crédito", daí decorrendo que meramente tomar o dinheiro ou emprestá-lo não caracteriza atividade típica de instituição financeira;

(b) a participação na cadeia obrigacional, inexistindo intermediação financeira se o intermediário não é devedor de quem lhe entregou o dinheiro e credor daquele para quem emprestou;

5 ROBERTO QUIROGA MOSQUERA. *Direito Monetário e Tributação da Moeda*. São Paulo, Dialética, 2006, p. 86.

6 PEDRO CARVALHO DE MELLO, "Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico". In: HÉLIO OLIVEIRA PORTOCARRERO DE CASTRO (coord.). *Introdução ao Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979, pp. 26-27.

7 NELSON EIZIRIK, "Administração de Cartão de Crédito constitui atividade privativa de instituição financeira?", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 88, out./dez. 1992, pp. 26-27.

(c) a habitualidade na realização de tais atividades, ou seja, a sua repetição, de forma constante e em caráter permanente; e
(d) a profissionalidade, que implica a atividade especializada e dirigida a uma finalidade determinada, necessariamente lucrativa, desempenhada de forma pública e notória.

As instituições financeiras estão definidas, em nosso sistema legal, de forma absolutamente inadequada, tanto no art. 17 da Lei nº 4.595/1964⁸, que disciplina o sistema financeiro, como no art. 1º da Lei nº 7.492/1986⁹, que trata dos crimes contra o sistema financeiro. Tais dispositivos estabelecem definições não só excessivamente amplas, como também imprecisas, podendo, sua aplicação literal, levar a situações teratológicas, como a de se considerar instituição financeira, a teor do art. 17 da Lei nº 4.595/1964, qualquer pessoa que aplica até mesmo “recursos próprios”; ou, nos termos do parágrafo único, II, do art. 1º da Lei nº 7.492/1986, aquele que, de forma eventual, como pode ocorrer com o mandatário, aplica recursos do mandante.

O entendimento doutrinário dominante é no sentido de que o que caracteriza a instituição financeira é o desenvolvimento cumulativo, não alternativo, das atividades de coleta, intermediação e aplicação de recursos financeiros de terceiros¹⁰; daí decorre que o mero emprésti-

8 O art. 17 da Lei 4.595/64 considera como instituições financeiras “as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”. Já o parágrafo único do art. 17 equipara às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam quaisquer das atividades referidas no *caput* do artigo, de forma permanente ou eventual.

9 Nos termos do art. 1º da Lei 7.492/86 é considerada instituição financeira “a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários”. Já o parágrafo único do mesmo artigo equipara à instituição financeira: “I — a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança ou recursos de terceiros; II — a pessoa natural que exerça qualquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual.”

10 Conforme orientação do Conselho, é preciso que as atividades descritas no *caput* do artigo 117 sejam exercidas concomitantemente, e não de forma isolada, sendo também necessário que os recursos tenham sido captados mediante apelo ao público em geral, isto é, de maneira difusa.

mo de recursos próprios, sem a prévia coleta ou intermediação, não constitui atividade privativa de instituição financeira¹¹. No mesmo sentido, o Departamento Jurídico do Banco Central sempre entendeu que o empréstimo entre particulares, utilizando-se o prestador de recursos próprios, não constitui atividade privativa de instituições financeiras¹².

Assim, de acordo com a melhor interpretação do art. 17 da Lei nº 4.595/1964, para caracterizar-se a atividade privativa da instituição financeira exige-se a presença cumulativa dos seguintes elementos: a captação de recursos financeiros em nome próprio; seguida do repasse mediante operação de mútuo financeiro; com o intuito de auferir lucro; realizada tal modalidade de operação em caráter habitual¹³.

Embora a atividade principal das instituições financeiras consista na intermediação da circulação do dinheiro, ela não se esgota na captação e empréstimo de recursos financeiros, uma vez que desempenham, no próprio mercado de crédito, outras atividades de caráter acessório na prestação de serviços bancários como: cobrança de títulos; aluguel de cofres de segurança; transferências eletrônicas; custódia de títulos, etc. Há ainda outras atividades que, embora não sejam acessórias à intermediação do crédito, são também típicas de instituições financeiras, como: arrendamento mercantil; compra e venda de

11 AUGUSTO DE ATHAYDE. *Estudos de Direito Econômico e de Direito Bancário*. Rio de Janeiro, Liber Júrís, 1983, p. 138; LIANE MAIA SIMONI, "O regime jurídico da responsabilidade dos administradores de instituições financeiras", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 44, out./dez. 1981, pp. 31 e ss.; LUIZ ALFREDO PAULIN, "Das instituições financeiras de fato ou irregulares — análise com base na Lei 4.595/64", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 110, abr./jun. 1998, pp. 196 e ss.; NELSON EIZIRIK. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977, pp. 114-115; OTAVIO YAZBEK. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2007, pp. 157 e ss.; JAIRO SADDI. *Crédito e Judiciário no Brasil*. Uma análise de Direito e Economia. São Paulo, Quartier Latin, 2007, pp. 77 e ss.; LUIZ GAS-TÃO PAES DE BARROS LEÃES, "A operação de *factoring* como operação mercantil", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 115, jul./set. 1999, p. 243.

12 Conforme Parecer do então Chefe do Departamento Jurídico do Banco Central, Dr. Wilson do Egito Coelho, *Revista da OAB/RJ*, v. 2, n. 4, 1970.

13 EDUARDO SALOMÃO NETO. *Direito Bancário*. São Paulo, Atlas, 2005, p. 27.

moeda estrangeira; intermediação na compra e venda de valores mobiliários; *underwriting* de valores mobiliários; administração de fundos de investimento, etc.

O sistema financeiro é segmentado nos seguintes subsistemas: o mercado de crédito; o mercado monetário; o mercado cambial; e o mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários)¹⁴.

No mercado de crédito, são realizadas as operações bancárias típicas, acima mencionadas, de captação de recursos e de seu empréstimo, para o financiamento do consumo corrente, de bens duráveis e do capital de giro para as empresas.

No mercado de crédito, a instituição financeira é parte nas relações jurídicas junto aos agentes econômicos superavitários e deficitários, assumindo os riscos e os direitos e obrigações respectivas, uma vez que o detentor e o tomador dos recursos não se relacionam diretamente; entre eles surge a instituição financeira captando e repassando os recursos e assumindo os riscos do inadimplemento dos tomadores de crédito¹⁵.

No mercado monetário (*open market*), são realizadas operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos. Ao emitir títulos da dívida pública, colocando-os no mercado, sem necessidade de intermediação financeira, as autoridades monetárias atuam sobre o nível de liquidez da economia: quando pretendem reduzi-lo, vendem os títulos, diminuindo a quantidade de moeda em circulação; quando pretendem expandir a liquidez, recompram os títulos, fazendo com que o dinheiro retorne à economia¹⁶. Os títulos da dívida pública, a exemplo daqueles emitidos pelas instituições financeiras de curtíssimo prazo, funcionam como "quase-moeda", dada a sua alta dose de aceitabilidade e liquidez, faltando-lhes, para a sua caracterização como "moeda" a atribuição, pelo sistema jurídico, da qualidade de meio geral de troca e de instrumento de pagamento¹⁷.

14 NELSON EIZIRIK. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1998, p. 161.

15 ROBERTO QUIROGA. *Direito Monetário e Tributação ...*, p. 89.

16 NELSON EIZIRIK. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais ...*, p. 162.

17 A Lei (art. 43 da Lei de Contravenções Penais) pune criminalmente quem recusa o poder liberatório à moeda legal. A propósito: LETÁCIO JANSEN. *Crítica da Doutrina da Correção Monetária*. Rio de Janeiro, Forense, 1983, pp. 12 e ss.; ROBERTO QUIROGA. *Direito Monetário e Tributação ...*, pp. 90-91.

No mercado cambial, são efetuadas operações de curto prazo, de compra e venda de moeda estrangeira, sendo sempre necessária a intermediação de instituições financeiras, que se destinam a viabilizar o fluxo de capitais para dentro e para fora do País. Alguns dos princípios referentes à disciplina das operações de câmbio estão contidos na Lei nº 4.132, de 1962, porém remanescem diplomas legais anteriores absolutamente anacrônicos, consistindo assim o controle do câmbio entre nós num sistema desordenado de normas não consolidadas em lei que estabeleça os princípios gerais da matéria¹⁸.

Já no mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários), são efetuadas operações que não apresentam a natureza de negócios creditícios, mas que visam, basicamente, a canalizar recursos para as entidades emissoras — principalmente sociedades anônimas abertas —, através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários¹⁹. Enquanto nas operações bancárias típicas são realizadas operações de financiamento, de empréstimos, no mercado de capitais ocorrem principalmente negócios de “participação”, uma vez que o retorno do investimento por parte do acionista está em regra relacionado à lucratividade da companhia emissora dos títulos.

1.2. O mercado de capitais

A função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou de *commercial papers*, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras. Daí decorre a natureza do mercado de capitais como um mercado “de risco”,

¹⁸ SERGIO I. ESKENAZI PERNIDJI, MONICA CASTRO DE MELLO BITY, “Imputação de declaração falsa (parágrafo 3, art. 23 da Lei 4.131/1962) e da vedação à compensação privada de créditos (art. 10 do Decreto-Lei 9.025/1946)”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 125, jan./mar. 2002, p. 187.

¹⁹ Para uma análise dos valores mobiliários, ver o Capítulo 3.

uma vez que os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia. Embora as ações constituam investimentos de risco, são, usualmente, dotadas de liquidez, isto é, podem ser rapidamente transformadas em dinheiro, particularmente quando admitidas à negociação em bolsa de valores.

Diversamente do que ocorre no mercado de crédito, no mercado de capitais, a mobilização da poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária — a entidade emissora — e a unidade econômica superavitária — o investidor. Inexiste, no caso, intermediação financeira, pois os recursos fluem diretamente dos adquirentes dos valores mobiliários para as empresas que os emitem. Tratando-se de emissão pública de valores mobiliários, é obrigatória a presença de uma instituição financeira *underwriter*, cuja atuação, porém, não se confunde com aquela desempenhada quando capta recursos ou concede crédito; o *underwriting*, com efeito, não importa em intermediação financeira, mas em participação, ainda que com garantia firme de subscrição dos títulos, no processo de colocação pública de títulos²⁰.

Além de permitir a capitalização das empresas, o mercado de capitais apresenta outras funções econômicas relevantes, as principais das quais podendo assim ser resumidas²¹:

- 1) conciliação do interesse do poupador de oferecer recursos a curto prazo (quando os valores mobiliários são dotados de liquidez) com a necessidade da empresa emissora de obter recursos de médio e longo prazos;
- 2) transformação dos montantes de capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos, aportados por diferentes poupadores, convertem-se, por ocasião da subscrição de valores mobiliários, em grandes e consolidados montantes de capital;
- 3) transformação da natureza dos riscos, ao permitir que se transforme uma série de investimentos de alto risco individual, de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos;
- 4) maior agilidade do processo de transferência dos recursos, uma vez que os valores mobiliários (ações, debêntures, etc.) são padronizados e aptos a circularem em massa;

20 A propósito, analisamos o *underwriting* no Capítulo 5.

21 PEDRO CARVALHO DE MELLO, "Mercado de capitais e desenvolvimento ...", pp. 28 e 29.

5) obtenção de um maior volume de informações homogêneas sobre a oferta e demanda de recursos.

Embora exista discussão teórica sobre o assunto, diversos estudos vêm demonstrando que existe uma relação de primeira ordem entre o desenvolvimento econômico e o desenvolvimento do mercado de capitais. Ademais, há indicações empíricas de um impacto positivo do mercado de capitais sobre a criação de empresas, o que pode ser interpretado como um estímulo à realização de novos empreendimentos²².

No mercado de capitais podem ser distinguidos dois segmentos: o mercado primário e o mercado secundário. A distinção, embora conceitualmente relevante, para efeitos econômicos, não traz qualquer consequência jurídica, de vez que tais expressões não são utilizadas na legislação específica.

No mercado primário ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular. É no mercado primário que se atende à finalidade principal do mercado de capitais, que é a de permitir a captação de recursos do público. Os recursos são canalizados diretamente para as entidades emissoras, que poderão, então, utilizá-los em seus projetos de investimentos. Subcrevendo os valores mobiliários, os poupadores, por seu turno, passam a participar dos resultados do empreendimento econômico.

Já no mercado secundário, não há o ingresso de recursos para as companhias emissoras, inexistindo a emissão de novos títulos. Na realidade, as operações de mercado secundário são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários.

A função essencial do mercado secundário é a de conferir liquidez aos valores mobiliários, permitindo que os seus adquirentes possam vendê-los rapidamente. Sem a existência de um mercado secundário ativo, ficariam muito prejudicadas as operações de captação de novos recursos no mercado primário, uma vez que os poupadores teriam dificuldade para alienar os valores mobiliários por eles adquiridos.

²² Para um bom resumo da relação entre desenvolvimento econômico e mercado de capitais: NILSON TEIXEIRA, "O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios". In: EDMAR LISBOA BACHA, LUIZ CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO (org.). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico**. Rio de Janeiro, Contra Capa Livraria/ANBID, 2005, pp. 113 e ss.

Para as companhias emissoras é importante que suas ações tenham liquidez no mercado secundário, pois lhes será mais fácil colocarem no mercado novos títulos, uma vez que os investidores normalmente preferem adquirir valores mobiliários que possam mais rapidamente alienar. A cotação das ações de uma companhia no mercado secundário, isto é, o valor pelo qual são negociadas, constitui um parâmetro fundamental para que se calcule o preço de emissão das novas ações no mercado primário, nos termos do art. 170, parágrafo primeiro, da Lei das S.A.²³ Com efeito, quando as ações apresentam índices razoáveis de liquidez no mercado secundário, o critério mais importante para a fixação do preço de emissão de novas ações será o da sua cotação no mercado.

No mercado secundário, as operações com valores mobiliários podem ocorrer em Bolsa de Valores, ou de Futuros e Mercadorias, ou no chamado "mercado de balcão"²⁴. Nada impede, porém, que os investidores comprem e vendam diretamente os valores mobiliários, fora das bolsas ou do mercado de balcão, sem a participação de qualquer intermediário financeiro; tais operações são privadas, realizadas portanto fora do mercado de capitais.

As Bolsas constituem entidades que permitem a centralização das operações no mercado secundário, dotadas de sistemas de pregão "viva voz" (cada vez menos utilizados) ou eletrônico, mediante os quais se assegura a continuidade das operações e a divulgação instantânea dos preços praticados. Ademais, provêem todas as facilidades para a custódia e transferência dos valores mobiliários nelas listados. Atuam, ainda, como corporações auto-reguladoras, na medida em que regulam a conduta das instituições que nelas operam, zelando para que sejam preservados elevados padrões éticos nas negociações.

Já o mercado de balcão constitui o conjunto das operações de mercado secundário realizadas fora das bolsas de valores, porém com a intermediação de instituições financeiras. A Lei nº 6.385/1976, em

23 O parágrafo primeiro do art. 170 da Lei das S.A. dispõe que "o preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I — a perspectiva de rentabilidade da companhia; II — o valor do patrimônio líquido da ação; III — a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado".

24 Ver, a propósito, o Capítulo 6.

seu artigo 2º, § 3º, inciso IV, distingue o mercado de balcão "organizado" do "não organizado"; o primeiro é institucionalizado, isto é, existe uma entidade onde são centralizadas as operações, enquanto que no segundo, tal não ocorre, não havendo, assim, maior transparência dos negócios realizados com a intermediação de instituições financeiras.

Tanto a bolsa como o mercado de balcão organizado apresentam algumas características essenciais ao desenvolvimento regular e ordenado das operações no mercado secundário:

- (a) acesso limitado à negociação apenas aos membros habilitados, normalmente sociedades corretoras membros da entidade, procedimento que aumenta a credibilidade do sistema e permite aos intermediários maior tranquilidade quanto à solvência da contraparte na operação (outra instituição financeira habilitada);
- (b) regras de negociação uniformes — horário de operações, unidades transacionadas, procedimentos de liquidação das operações, dentre outras — reduzindo os custos de transação;
- (c) procedimentos de compensação, diminuindo os riscos de inadimplência;
- (d) resolução de disputas, atuando as bolsas usualmente como árbitros nos conflitos surgidos entre seus membros;
- (e) estabelecimento de uma modalidade de "seguro" contra os prejuízos causados pelos intermediários aos seus clientes, como é o caso do Fundo de Garantia mantido pelas bolsas;
- (f) exigências mínimas para admissão de emissoras e de valores mobiliários à negociação;
- (g) fixação dos modelos de contratos negociados em operações a termo, a futuro e com opções;
- (h) elaboração e fiscalização das normas sobre a conduta ética a ser mantida pelos intermediários nas operações, no exercício de seu poder de auto-regulação;
- (i) estímulo permanente à adoção e à manutenção, pelas emissoras listadas, de níveis adequados de "governança corporativa", contribuindo, assim, tanto para a sua mais eficiente gestão, como para a melhor tutela dos direitos dos investidores²⁵.

25 Entre nós, constitui um exemplo marcante do importante papel desempenhado pela Bolsa de Valores na promoção de boas práticas de "governança corporativa" por parte das emissoras a criação, pela então BOVESPA, do Novo Mercado (veja a propósito o Capítulo 6, em que se descrevem as principais características do Novo Mercado e em que são apresentados os indicadores econômicos dos volumes negociados nas bolsas).

No Brasil, atualmente, existe somente uma bolsa em funcionamento, a BM&FBOVESPA, após a integração no ano de 2008 entre a BOVESPA Holding S.A. e a BM&F S.A.. As atividades da BM&FBOVESPA encontram-se segregadas em dois segmentos, o Segmento Bovespa, que é responsável pelas atividades outrora exercidas pela BOVESPA, quais sejam, a negociação de valores mobiliários, de derivativos de renda variável e de títulos de renda fixa corporativa, ao passo que no Segmento BM&F são negociadas mercadorias, derivativos de índices, taxa de juros, câmbio e futuros e títulos de dívida públicas, atividades antes exercidas pela BM&F²⁶.

26 A propósito, consulte-se o Capítulo 6.