



Otavio Yazzbek

**REGULAÇÃO DO
MERCADO FINANCEIRO
E DE CAPITAIS**

2ª Edição Ampliada

CAPÍTULO III

Estruturas de Negociação e Agentes de Mercado

No presente capítulo, serão apresentados os arranjos institucionais para as atividades de intermediação financeira, com a descrição de algumas estruturas de negociação e dos agentes que nelas operam. Deve-se passar, assim, para retomar o fio condutor do presente trabalho, das soluções negociais para as soluções organizacionais, "hierarquizadas". Porém, tendo em vista a multiplicidade de produtos e a integração entre os mercados em que eles são negociados, determinantes das tais soluções institucionais, cumpre iniciar a exposição por uma tentativa de apresentação de algumas categorias gerais adotadas para a análise do mercado financeiro.

Desta maneira, este capítulo começa pela diferenciação clássica entre mercado financeiro e de capitais e pelas limitações de tal distinção. Na sequência, serão descritos os mercados secundários e a sua forma de organização (destacando-se a experiência brasileira) e também as atividades de intermediação, demonstrando-se os efeitos dos processos inovativos sobre tais atividades. Por fim, serão descritas, em linhas gerais, as categorias de intermediários no sistema brasileiro.

3.1. O mercado financeiro e de capitais – definição e categorias

Vê-se, do exposto até o presente momento, que o mercado financeiro e de capitais é aquele em que são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro visando, fundamentalmente, mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas.¹ Como se viu, tal mer-

¹ A essas duas finalidades, Fabozzi, Modigliani e Ferri (1998, p. 06) acrescentam uma terceira, a de redução dos custos de transação. A exclusão desta finalidade na presente exposição decorre do fato de que, a rigor, quase toda estrutura negocial procura reduzir tais custos. Outrossim, a redução dos custos de transação no mercado financeiro beneficia a persecução dos outros dois fins, o que daria a essa terceira finalidade um caráter subordinado. A redução dos custos de transação é, isso sim, um dos principais motivos para a opção por soluções organizativas, como adiante se verá.

cado cumpre as suas funções a partir de uma progressiva "financeirização" das relações econômicas, ou seja, de um processo pelo qual essas relações são, em certa medida, "monetizadas" e incorporadas a instrumentos negociáveis, para os quais se provê uma certa liquidez.

A maior parte das análises, porém, se apóia sobre apenas uma daquelas finalidades essenciais, considerando que a função básica do sistema financeiro é a de mobilizar e canalizar recursos para atividades produtivas, ou seja, transformar poupança (excedente não consumido) em investimento. A partir daí, o gênero "mercado financeiro" é cindido, nele sendo reconhecidas duas espécies: o "mercado financeiro em sentido estrito" e o "mercado de capitais". Na primeira delas (que também se poderia chamar de "mercado de crédito" ou de "mercado bancário"), a mobilização e canalização dos excedentes é efetuada por meio de um intermediário financeiro que se coloca entre o investidor e o beneficiário do investimento. Este seria, como já referido, um dos papéis típicos das instituições bancárias, que captam valores (por meio das suas operações passivas), repassando-os a terceiros (por meio das operações ativas), nos dois casos figurando como as contrapartes de seus clientes. A remuneração dessas instituições é, de início, um *spread*, ou seja, a diferença entre o custo de captação (o que se paga ao investidor originário) e o custo que se cobra do beneficiário final daqueles valores. Por essa centralidade da figura do intermediário, o mercado bancário é, como esclarece Mosquera (1999b, p. 259), um mercado "de intermediação financeira".

Por outro lado, no mercado de capitais (o "mercado de valores mobiliários") a relação de financiamento se estabelece diretamente entre o prestador de recursos e o seu beneficiário, a partir da emissão, por este último, de obrigações primárias ou diretas (Andrezio e Lima, 2002, p. 05), como ações, debêntures ou *commercial papers*, adquiridas por aquele primeiro. Também para este tipo de mercado são criadas estruturas de intermediação, tanto para as movimentações financeiras quanto para permitir a aproximação eficiente entre os agentes interessados. Neste caso, porém, os intermediários são meros intervenientes (e não mais contrapartes), prestando serviços de aproximação, de representação ou de liquidação de operações para seus clientes, as partes reais. Aqui, como destaca Mosquera (1999b, p. 260), existe um mercado de "desintermediação bancária".

Tal modelo, porém, deixa de considerar muitas das relações que, inequivocamente, integram o mercado financeiro e de capitais, deixando de lado, por exemplo, as atividades securitárias ou as operações com derivativos, entre outras. Ao que parece, essa distinção pura e simples entre os mercados financeiro e de capitais e a persistência da sua adoção no Brasil estão relacionadas com o desenvolvimento das discussões sobre tais matérias. Em especial no caso brasileiro, como ainda se verá, quando da grande reformulação do sistema



ELSEVIER

financeiro nacional, em meado da década de 1960, procurou-se estimular o mercado de capitais como alternativa de financiamento à atividade empresarial, menos custosa e mais eficiente do que o recurso aos bancos.

Essa contraposição entre os dois modelos de financiamento do processo de desenvolvimento nacional – um deles "*bank-oriented*" e o outro "*market-oriented*" – ainda hoje persiste, de forma mais ou menos evidente, nas exposições e debates sobre a matéria e, mais do que isso, reflete-se nas estruturas formais criadas para a regulação daqueles mercados.²

Uma outra forma de classificar as atividades financeiras é apresentada por Lameira (2001, p. 07), que identifica naquele gênero ("mercado financeiro e de capitais" ou "mercado financeiro") quatro espécies: os mercados de crédito, monetário, de câmbio e de capitais, todos eles mais ou menos integrados entre si. Assim:

- (i) o mercado de crédito seria aquele em que os recursos necessários para as atividades econômicas são providos por instrumentos de curto e médio prazos, destinados ao consumo e ao capital de giro das empresas – é o campo de atuação dos bancos comerciais;
- (ii) o mercado de câmbio, por sua vez, seria aquele em que são realizadas as operações de troca de moedas, englobando atividades genéricas de financiamento à importação e à exportação, serviços para os agentes que precisam efetuar remessas ao exterior e amplo mercado interbancário de moedas estrangeiras – é o *locus* das instituições, bancos e corretoras, autorizadas a operar em câmbio;
- (iii) no mercado monetário, o governo, pelos instrumentos de que dispõe (aí incluídas as operações de mercado aberto), realiza as atividades típicas de política monetária, controlando os meios de pagamento e a liquidez da economia,³ e, por fim,
- (iv) o mercado de capitais seria aquele em que são realizadas as operações de longo prazo ou de prazo indeterminado, destinadas ao financiamento de atividades empresariais, assim como processos de securitização, permissivos do "alongamento do perfil" das dívidas das empresas – conforme a natureza da operação e as finalidades pretendidas, podem dela participar bancos de investimento, instituições de fomento (como o BNDES) e sociedades corretoras e distribuidoras.

² As expressões são adotadas por Pinto e Visentini (1998, p. 11). Para um uso similar, com maior aprofundamento, cf. Zysman (1983, p. 55 e ss). Quanto àquela persistência, cf. por exemplo, Mosquera (1999b, p. 258 e ss), Sadi (2001, p. 19) e, já com algumas ressalvas, Andrezio e Lima (2002, p. 02 e ss).

³ A definição de mercado monetário apresentada por Lameira, porém, mostra-se por demais restritiva, sendo importante a ele acrescentar, também, outras típicas operações do "mercado de dinheiro", como os empréstimos interbancários (CDIs) e as operações compromissadas, já descritas.

Embora esta segunda classificação seja mais satisfatória do que aquela outra referida, ela também apresenta algumas limitações, na medida em que – e isso é natural em qualquer esquema desta natureza – presume uma situação estática válida apenas para fins didáticos. Como se viu, os produtos e estratégias integram-se, hoje, em soluções mais complexas, de onde advêm também efeitos organizacionais, invalidando qualquer modelo mais rígido.

Ante tais limitações, parece mais adequado, para classificar as atividades financeiras, seguir os esforços de Fabozzi, Modigliani e Ferri (1998, p. 07), que estabelecem diversas categorias para o enquadramento, concomitante, de atividades, instrumentos e agentes. Assim, para tais autores, os diversos mercados podem ser ordenados conforme:

- (i) a natureza da pretensão (*claim*) negociada, que pode ser de participação (*equity*) ou de dívida (*debt*);
- (ii) o vencimento (*maturity*) do instrumento que incorpora aquela pretensão, podendo-se falar em um mercado de moeda (*money market*) para os vencimentos de mais curto prazo (que também dispõem de maior liquidez) e de um mercado de capitais (*capital market*) para os de mais longo prazo;
- (iii) o momento de negociação do instrumento, podendo-se então falar em mercado primário (em que se negocia com os emissores) e em mercados secundários (em que se negocia com outros agentes);
- (iv) a entrega, imediata ou diferida, do ativo negociado, em que se distingue entre as operações realizadas no mercado a vista e as operações com derivativos (ainda que muitos destes, vale lembrar, nem mesmo envolvem entrega); e
- (v) a estrutura organizacional adotada, podendo-se diferenciar entre mercados de bolsa e mercados de balcão, estes também passíveis de algumas outras qualificações, conforme o grau de centralização das operações; o papel dos intermediários etc.

A grande vantagem desta última forma de caracterização diz respeito à sua maleabilidade e à sua maior capacidade de explicação das estruturas concretas dos mercados. Trata-se de um esforço mais técnico do que as demais, que, por isso mesmo, permite a compreensão das distinções e das similaridades entre os diversos intermediários financeiros. Algumas daquelas categorias apresentadas pelos autores já foram discutidas no capítulo anterior, mas se mostra essencial, ainda, para os fins que se pretende, a discussão do último ponto: as estruturas negociais em que se realizam as operações. Tais estruturas, como se verá na seqüência, também são fruto da necessidade de "hierarquizar" o trato com certos riscos, a partir da criação de arranjos mais ou menos centralizados para a realização de operações.



3.2. A organização dos mercados – alguns aspectos técnicos

Cumprido, assim, passar à análise das estruturas concretas por intermédio das quais se organiza a negociação dos diversos instrumentos financeiros, começando pela descrição de alguns aspectos da chamada "microestrutura" dos mercados.

A rigor, qualquer estrutura de mercado tem finalidade instrumental. Isso porque incidem, sobre as atividades econômicas em geral, restrições diversas – os agentes se deparam com restrições orgânicas, com informações limitadas e, por outro lado, também com limitações temporais, impeditivas da resolução daqueles dois outros tipos de problemas.

Todas essas limitações dificultam, senão impedem, o processo de troca, dificultando também a consecução de situações de equilíbrio. Como esclarecem Goodhart (1989, p. 02 e ss.) e Alchian (1977, p. 111 e ss.), é para reduzir os efeitos de algumas daquelas restrições, geralmente manifestados em custos de atividades de prospecção e de avaliação de condições de mercado, que surgem certos instrumentos ou condutas ("social artifacts", para Goodhart), como a constituição de redes de distribuição de produtos (a permitir um melhor acesso a estes), o recurso a uma mesma moeda (cuja função facilitadora já foi referida) e a criação de mercados especializados, onde são centralizadas as operações. Essa mesma lógica justifica a criação de uma estrutura de intermediação, assim como o aparecimento de agentes especialistas operando em cada mercado, capazes de atender às necessidades dos demais agentes e de beneficiar-se, especialmente, de diferenciais de preços (os "spreads").

Assim, em um primeiro momento e tendo em vista exclusivamente a sua racionalidade econômica, estruturas de mercado e outros arranjos, usualmente desconsiderados pela teoria mais tradicional como "apêndices parasíticos" (a expressão, aqui, é de Alchian), surgem para facilitar a realização das trocas, reduzindo os custos a elas associados⁴ – custos decorrentes da ignorância natural em que operam os agentes e da necessidade de supri-la. Tais mecanismos podem surgir com distintos graus de centralização e de participação de intermediários e com diferentes estruturas de custos. Desta maneira, pode-se tratar

⁴ Como também destaca Coase (1988c, p. 07), para quem o modelo mais tradicional "assumes that transaction costs are nonexistent, markets have no function to perform, and it seems perfectly reasonable to develop the theory of exchange by an elaborate analysis of individuals exchanging nuts for apples on the edge of the forest or some similar fanciful example". Mais do que isso, "This analysis certainly shows why there is a gain from trade, but it fails to deal with the factors which determine how much trade there is or what goods are traded. And when economists do speak of market structure, it has nothing to do with the market as an institution but refers to such things as the number of firms, product differentiation, and the like, the influence of the social institutions which facilitate exchange being completely ignored".

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 generalizada, e para a importância dos mercados secundários em geral, cf. Arshadi e Karels (1997, p. 308) e Fabozzi, Modigliani e Ferri (1998, p. 289). Fize-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 XIX^e 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 XVII^e siècle. Nous respecterions donc cette confusion établie par les faits jusqu'en 1839, date de l'ouverture de locaux spécialement affectés à la Bourse des Marchandises de Paris".



ELSEVIER

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 É 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 preocupação 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 aceção já referida, entendendo como tal qualquer provedor de "sistemas de negociação", expressão que designa qualquer "forum for executing a trade"¹⁰ 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 cumprilas; 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 oferece o preço mais alto e os compradores sempre comprem de quem oferece 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 desnaturalização 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 pretendia, 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 difterimento 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 atam 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 eletronicização 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.



ELSEVIER

troles 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 devem ser ofertadas "ao mercado"); e
- (ii) tais ofertas concorrerão entre si, conforme determinadas regras e procedimentos garantidores da regular formação de preços (já em-globados 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 imensa 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 polémicas.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 polémica "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. Luzatto (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. 93 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 polémicas reside no texto, já mais de uma vez referido, de Barreto Filho (2001, p. 266), que detesta que as bolsas tenham 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".



ELSEVIER

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 *demutualização* 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), Karnel (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 concorrentiais 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.).



ELSEVIER

pill). 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 despresúgidas 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, but they have a mystique that places their trading activities on the newscreeens 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 BMA&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Deve-se, porém, em prol da completeza 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 negociadas 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. 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. Bizirik 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.



ELSEVIER

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 criada CBLC), 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 BVFI, 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 eletrônicação 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 sequência, 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 Horta (1996, p. 111 e ss.).

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



ELSEVIER

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 delibrou 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 sequência, 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*, 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 (Andrezio 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 BVRI 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 (Ce-tip, 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,



EL SEVIER

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 SPP, 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 BVRI 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 Andrezio 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 Andrezio e Lima (2002, p. 151 e ss.).

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

mesmo processo e para os mesmos fins, agentes especializados na realização de operações, hábeis, por essa sua especialização e pela constância de suas atividades, a atender as necessidades dos demais agentes econômicos, que a eles recorrem na qualidade de clientes: são os intermediários ou, no caso do mercado financeiro e de capitais, os intermediários financeiros, que atuam sob diversas especialidades.

A análise mais tradicional das atividades de intermediação financeira, de origem neoclássica, trata desses agentes especializados como se eles apenas intermediassem, de forma neutra, quase passivamente, a transferência de recursos entre os demais agentes, sem que seu *modus operandi* ou sua forma de organização pudessem gerar outros efeitos. Tal visão vem sendo afrontada pela teoria pós-keynesiana (com base, sobretudo, no postulado da "preferência pela liquidez dos agentes"),³⁴ assim como por análises de cunho mais institucionalista, para as quais as estruturas financeiras estão integradas em um ambiente institucional mais amplo, dele dependendo e com ele interagindo. Para boa parte dessas escolas (e na linha do acima exposto), a intermediação especializada nasce da necessidade de lidar com certos custos de transação, como ocorre com tantas outras instituições. Indo além do uso genérico da categoria "custo de transação", Goodhart (1989, p. 104 e ss.) aponta três funções básicas para os intermediários financeiros.

A primeira delas seria a de reduzir imperfeições do mercado relacionadas a economias de escala. Assim, pelo recurso aos serviços dos intermediários financeiros torna-se possível evitar custos de transação, custos de aquisição de informações e mesmo custos de administração de *portfolio* que, de outra forma, seriam afrontados diretamente por agentes que não detêm a necessária especialização e para quem o trato com tais questões seria por demais oneroso. É a atuação em massa dos intermediários, com acesso a um mais amplo leque de informações, maior possibilidade de monitoramento e com a concentração de grandes volumes a partir de fontes distintas, que permite o atendimento às necessidades dos agentes não-financeiros.

Uma segunda função dos intermediários financeiros é a de prover instrumentos de proteção para os demais agentes. Tal função não é cumprida apenas pelas sociedades seguradoras, que nisso se especializam, mas também por outros intermediários, ao prestarem serviços ou venderem produtos que atendem às necessidades de liquidez e de segurança de seus clientes. Por outro lado, em razão da sua posição e da capacidade técnica de que dispõem, os próprios intermediários podem melhor administrar os riscos por eles assumidos

³⁴ Como destaca Paula (1999, p. 187), que apresenta uma evolução de tal concepção. Para aquela linha mais tradicional, cf., ainda, Gorton e Winton (2002, p. 01).



naquelas relações com os clientes, seja pela contraposição, na mesma carteira, de posições capazes de neutralizá-los (provenientes, no mais das vezes, de outros clientes), seja pela constituição de outras salvaguardas, financeiras ou não-financeiras.

A terceira função da intermediação financeira, ainda conforme Goodhart, é o desenvolvimento de instrumentos que permitam o "casamento" entre as preferências diversas de provedores e de beneficiários de recursos (unidades superavitárias, que desejam investir, e unidades deficitárias, que procuram se financiar), tendo em vista o porte das instituições envolvidas, suas necessidades e seus distintos graus de aversão ao risco. Naturalmente, os provedores de recursos procuram sempre diversificação de investimentos e mecanismos de mais curto prazo ou que lhes garantam liquidez, enquanto os beneficiários preferem partilhar com terceiros os riscos de suas atividades, entendo instrumentos de longo prazo ou de participação, demandando valores de maior monta. Também aqui, em razão da sua posição e da capacidade de recorrer a instrumentos diversos, o intermediário pode atender às necessidades dos dois lados.

De um modo geral, a maior parte dos autores recentes adota este tipo de caracterização das funções da intermediação financeira, com algumas alterações e mudanças de enfoque.³⁵ Vale destacar, porém, como realçam Goodhart (1989, p. 113) e Mishkin (2000, p. 124), que ainda mais importante do que considerar os custos de transação para compreender o papel dos intermediários financeiros, é a consideração dos efeitos "informacionais" das atividades por eles desempenhadas. Isso porque a existência de estruturas de intermediação gera melhores condições técnicas de avaliação e de monitoramento das atividades dos beneficiários dos fluxos financeiros ou dos adquirentes de "proteção", assim como a permanente troca de informações (via "shais") entre os participantes dos mercados.³⁶

Esclarecidas as finalidades da atividade de intermediação, cumpre ainda, antes de passar à descrição das categorias concretamente existentes no sistema brasileiro, caracterizar as categorias mais gerais em que se pode enquadrar tais intermediários, conforme as práticas mais genericamente adotadas.

³⁵ Assim, por exemplo, Ashadi e Karels (1997, p. 27 e ss.) e Fábuzzi, Modigliani e Ferri (1998, p. 19 e ss.), sendo que estes últimos destacam, ao lado das funções apresentadas por Goodhart, uma outra, no seu entender ainda mais óbvia – como hoje, predominantemente, as operações não são liquidadas em dinheiro, os intermediários financeiros (ao menos alguns deles) são os agentes especializados em prover os instrumentos de pagamento alternativos. Sobre estas atividades, que, em última instância, são de provimento de liquidez, cf., ainda, Gorton e Winton (2002, p. 21 e ss.).

³⁶ Cf., nesta linha, Ashadi e Karels (1997, p. 29 e ss.), assim como a ampla avaliação que Gorton e Winton (2002, p. 11 e ss. e, especialmente, p. 30 e ss.) fazem das posições defendidas por diversos autores.

3.3.2. A tipologia dos intermediários financeiros

Há diversas formas de caracterizar os agentes que desenvolvem atividades de intermediação financeira, tendo em vista a especialização de cada um. Uma das formas mais comuns, adotada pela maior parte dos manuais que tratam da matéria, parte da diferenciação entre instituições bancárias e não-bancárias, geralmente apresentada a partir da contraposição entre *depository* e *nondepository intermediaries*,³⁷ conforme as instituições recebiam ou não depósitos de seus clientes. No sistema norte-americano, em que a distinção se mostra talvez com mais clareza que em outros modelos, as *depository institutions* têm natureza eminentemente bancária, englobando os bancos comerciais, as *savings and loans associations*, os *savings banks* e as cooperativas de crédito (*credit unions*). Destes, apenas os bancos comerciais podem ofertar aos seus clientes contas movimentáveis por cheques, estando os demais, genericamente referidos como *thrifts*, restritos a operações de poupança e a algumas atividades creditícias. Os depósitos recebidos são, conforme já referido, operações passivas de tais instituições.

Já a categoria das *nondepository institutions* abarca uma maior diversidade de instituições, as quais não são autorizadas a receber depósitos em moeda e que se pode classificar em duas categorias, as instituições de poupança contratual e os intermediários de investimento (Mishkin, 2000, p. 26). As primeiras recebem fundos de seus clientes em razão de uma relação contratual, para o posterior pagamento de benefícios, como fazem as companhias de seguros e os fundos de pensão. Já os intermediários de investimento são instituições que emitem títulos para o público investidor, de modo a angariar os recursos necessários para as suas atividades, como fazem as *investment companies* (que utilizam os recursos em empréstimos comerciais e ao consumidor) e os fundos de investimento. Nesta última categoria, também se enquadrariam os bancos de investimento (*investment banks*), uma espécie de categoria intermediária entre a atividade bancária propriamente dita e o mercado de capitais.

Muitas das instituições caracterizadas como não-bancárias atuam sob a forma de investidores institucionais, como ocorre, especialmente, com as seguradoras, os fundos de pensão e os fundos de investimento. Isso significa que tais instituições, especializadas em captar recursos do público investidor para finalidades distintas, destinam tais recursos, de forma sistemática, para operações de mercado financeiro e de capitais por meio da aquisição de outros



ELSEVIER

instrumentos financeiros, como títulos de emissão de outras empresas ou títulos públicos, por exemplo.³⁸

Embora tal caracterização permita uma visão, ainda que bastante genérica, da atuação dos intermediários financeiros, ela merece algumas ressalvas. Inicialmente porque, nela, não são referidos os agentes que atuam mais diretamente no âmbito do mercado de capitais – as sociedades corretoras e, no Brasil, também as distribuidoras. Tais instituições não são consideradas, pela maioria dos autores de língua inglesa que tratam da matéria, verdadeiros intermediários financeiros, já que elas não promovem aquela “transmutação” e “integração” das expectativas opostas dos agentes não-financeiros, integrando-as em novos produtos, mas apenas efetuam a aquisição de instrumentos já emitidos, para seus clientes. Não obstante, não se pode descurar do papel de tais instituições no mercado de capitais e tampouco ignorar que elas realizam também uma espécie de intermediação, ainda que distinta daquela dos bancos, tanto que elas são tratadas, na maior parte dos regimes hoje vigentes, como intermediários financeiros.³⁹

Por outro lado, a classificação anteriormente apresentada está, em larga medida, relacionada à estrutura de intermediação financeira criada, nos Estados Unidos, pelo Glass-Steagall Act, de 1933, promulgado na esteira da crise de 1929 e apenas revogado pelo Financial Services Modernization Act de 1999. Durante o período de vigência daquele diploma, as atividades dos bancos comerciais e

³⁸ Essa profissionalidade caracteriza a atuação dos investidores institucionais, que, ao contrário do que ocorre com os investidores individuais, dispõem de grandes volumes e de uma administração mais técnica, a permitir maiores vantagens na persecução da remuneração do quanto tenham investido. Já os investidores individuais dispõem de limitações orçamentárias (o que se reflete em “perdas de escala” e em menor poder de barganha), assim como de limitações técnicas e de capacidade. Cf., para uma descrição das formas de atuação dos principais investidores institucionais, usualmente associados com o advento da chamada governança corporativa, Blair (1995, p. 145). A correlação entre o advento dos investidores institucionais e o do ideário da governança corporativa é feita, também, em Yazbek (2007, p. 106 e ss.).

³⁹ É esclarecedora a análise de Salanito (2000, p. 129 e ss.), que diferencia “intermediação bancária” da “intermediação financeira” afirmando que a primeira “consiste nell’esercizio congiunto della raccolta del risparmio mediante operazioni di credito (depositi bancari, emissioni di obbligazioni o di altri titoli rappresentativi di posizioni di debito) e dell’erogazione del credito alle imprese commerciali che ne hanno bisogno: si ha quindi una raccolta indiretta dei capitali, gravata del costo dell’intermediazione, ma per la quale i risparmiatori non concorrono grandi rischi, appunto perché essi hanno dato in prestito i loro risparmi alle banche, solitamente in grado di restituireli; per altro verso, sono le banche ad effettuare le scelte di finanziamento, o di investimenti nelle partecipazioni delle imprese, correndo i relativi rischi. L’intermediazione finanziaria, invece, consiste nell’utilizzazione in forma di investimento, dei capitali dei risparmiatori in titoli (o di partecipazione, ad. es., azioni; o di finanziamento: ad. es., obbligazioni convertibili in azioni; ovvero atipici) emessi dalle società, con minori costi di intermediazione, ma con maggiori rischi per i risparmiatori, specie quando gli investimenti hanno per oggetto titoli, tipici od atipici, di partecipazione all’attività di impresa (c.d. capitale di rischio)”.

³⁷ Cf., por exemplo, Arshadi e Karels (1997, p. 27), Faziozi, Modigliani e Ferri (1998, p. 53) e Mishkin (2000).

dos bancos de investimentos eram rigidamente segregadas, o que se entendia como uma proteção para o sistema bancário contra eventuais crises ocorridas no mercado de capitais e contra os conflitos de interesses decorrentes da atuação concomitante nos dois setores.⁴⁰

Ora, com o passar do tempo, o próprio desenvolvimento histórico dos sistemas financeiros passou a colocar em cheque algumas daquelas distinções e categorias, demandando alterações estruturais não apenas no modelo norte-americano, mas também na maioria dos sistemas financeiros contemporâneos. Novamente, são os frutos dos processos de inovação ocorridos desde a década de 1970 que levam à obsolescência algumas distinções até então consolidadas, em especial ao criar zonas cinzentas entre mercados. Por outro lado, a crescente integração entre os mercados nacionais, a atuação transnacional dos agentes e o desenvolvimento, instrumental, da tecnologia da informação aumentaram as pressões por mudanças. Deve-se, assim, considerar aquelas distinções sempre "cum grano salis".

Uma das grandes tendências mais recentemente consolidadas é a chamada "desintermediação" na oferta do crédito, termo que designa o processo pelo qual as instituições bancárias (mais especificamente, os bancos comerciais) perderam a centralidade de que sempre dispuseram nas atividades de intermediação financeira (ou seja, como tomadores e distribuidores de recursos), em benefício de outras instituições, não necessariamente bancárias, que acabam provendo sucedâneos dos serviços bancários.⁴¹

Encontram-se, nas origens deste processo, diversos fatores. Um deles é o grande desenvolvimento técnico e tecnológico recente, que permitiu a criação de novos instrumentos de pagamento e de mecanismos de crédito alternativos. Assim, com produtos como os cartões de crédito ou outros mecanismos

⁴⁰ As discussões acerca da revogação do Glass-Steagall Act serão adiante analisadas. Para algumas referências aos fins que se almejava com a sua promulgação, cf. Kroszner (2000, p. 18 e ss.) e Gart (1994, p. 39 e ss.). Em sua descrição do quadro em que nasce o novo arcabouço, em que se destaca, inclusive, o grau de politização do debate, este último esclarece que "The Banking Act of 1933, also called the Glass-Steagall Act (after its key sponsor, Senator Carter Glass, who was also a principal sponsor of the Federal Reserve Act of 1913), was enacted after the Great Depression, widespread bank failures and a severe loss of public confidence in the economic, financial, and political system in the United States. Politicians were looking for a quick fix to restore confidence in the commercial banking system, to prevent a channeling of funds from legitimate commercial uses to speculative uses, and to eliminate the conflicts of interest and self-dealing that were perceived to exist in the marriage of investment and commercial banking". A politização do debate e a fragilidade técnica do Glass-Steagall Act são destacados por outros autores, havendo ganho destaque nos debates que levaram à sua revogação (Calomiris 2000, p. 76, e *The Economist*, 1999a e 1999b).

⁴¹ De acordo com Gastineau e Krtzman (2000, p. 141), a desintermediação é "queda na relação tradicional depósito-emprestimo entre bancos e clientes e aumento na relação direta entre poupadores e investidores".



EL SEVIER

permissivos da liquidação de operações, de administração de recursos e de financiamento, diversas atividades vêm migrando dos bancos para outras instituições, acelerando a concorrência e demandando uma maior agilidade dos próprios agentes bancários.⁴²

Tal processo se beneficiou também das vantagens comparativas de algumas instituições, como seguradoras, bancos de investimentos, sociedades corretoras, fundos de pensão e fundos de investimentos, às quais não se apresentavam as mesmas restrições, regulamentares e operacionais, vigentes para os bancos comerciais e que, por isso mesmo, puderam começar a tomar também o espaço destes, provendo serviços de investimento, empréstimos, muitas vezes de modo a atender de forma mais satisfatória às necessidades de seus clientes.⁴³ Um dos exemplos típicos e mais comumente citados é a criação da Cash Management Account (CMA), uma verdadeira conta corrente desenvolvida pela corretora Merrill Lynch, que permitia mesmo a emissão de cheques e o uso de cartões de crédito, fora outros serviços acessórios. Cada vez mais se confundiam as linhas que separavam atividades bancárias e não-bancárias (Mishkin, 2000, p. 211). A tendência é acentuada pelo surgimento de mercados em que se negociam novos títulos (os mercados especializados em *junk bonds* ou *commercial papers*, por exemplo, ou mecanismos de securitização), pela marcada institucionalização das poupanças individuais (por meio de interdiários como os fundos de pensão ou de investimentos) etc.⁴⁴

Hoje vigoram, na maior parte dos países, diversos outros instrumentos e práticas, por vezes de cunho parabancário, que promovem a migração das atividades de financiamento para outras instituições, não raro a partir até das relações comerciais mais cotidianas, com conteúdo creditício.⁴⁵ As instituições financeiras, por sua vez, também procuram ocupar espaço nesses novos mer-

⁴² Neste sentido cf., por exemplo, as referências de Karelis e Arshadi (1997, p. 469), Ferreira e Schwartz (1998, p. 68) e, em um exercício de futurismo, Kaufman (2000, p. 337).

⁴³ Gart (1994, p. 18 e ss.). Destacando, ainda, este aspecto da diferença entre a regulamentação aplicada a uns e a outros, cf. Fabozzi, Modigliani e Ferri (1998, p. 80 e ss.).

⁴⁴ Como exemplifica Mishkin (2000, p. 171 e ss.), em especial no caso dos fundos de investimentos, esclarecem Ferreira, Freitas e Schwartz (1998, p. 69) que estes são "a forma não-bancária que, por excelência, representou uma ameaça à posição dos bancos, sobretudo na economia americana. Ao mobilizarem depósitos de pequenos investidores, esses agentes podiam aplicar os recursos a taxas que os bancos só ofereciam a grandes clientes. Tais fundos, adicionalmente, estabeleciam esquemas de compensação que possibilitavam aos munhões o uso de talões de cheques. Desta forma, os bancos começaram a perder depósitos, e a distinção entre conta corrente e depósitos remunerados tornou-se menos nítida fora dos bancos. Operando nos mercados monetários no início dos anos 80, os fundos mútuos beneficiaram-se da alta dos juros após o segundo choque do petróleo, que atraiu volumes expressivos de depósitos".

⁴⁵ Assim, por exemplo, o *leasing* e o *factoring* afiguram-se, ao menos na sua origem, como mecanismos de desintermediação. Para uma análise dos efeitos dessa desintermediação no Brasil, inclusive referindo mecanismos peculiares de crédito, como os cheques pré-datados, cf. Penteadó Júnior (1997, p. 154 e ss.).

cados, integrando, dentro do que lhes permite a legislação aplicável, essas novas atividades às suas outras, mais tradicionais, passando também a concorrer com os intermediários não-bancários.

Outras pressões, relacionadas ao processo de globalização, também acabaram por colocar em cheque a conformação tradicional dos intermediários financeiros. Se aquele processo é especialmente bem demarcado no campo financeiro, estando relacionado às novas necessidades dos agentes financeiros e à quebra de barreiras regulatórias, como acima se afirmou, cumpre apontar alguns de seus subprodutos no que tange ao regime de prestação de serviços.

Assim, desde a década de 1970, pode-se verificar um significativo movimento de internacionalização das atividades financeiras e dos bancos de um modo geral, com a criação de vínculos entre instituições em países diferentes (que passariam a operar como correspondentes), a instalação de escritórios ou agências em outros países (Teixeira, 2000, p. 96) ou mesmo pela atuação nos euromercados. Desta forma, diversas instituições começaram não apenas a operar em outros países, mas também a neles prestar serviços para os agentes não-financeiros locais, em concorrência com os intermediários autóctones. Não raro, as instituições estrangeiras beneficiavam-se de uma maior flexibilidade operacional, seja por operar no euromercado, seja simplesmente por submeter-se a regimes menos restritivos do que aqueles aplicáveis aos grupos nativos.⁴⁶ As pressões competitivas daí decorrentes, cumuladas com a crescente desintermediação, levaram a mudanças nas legislações nacionais, permitindo regimes mais flexíveis e competitivos.

O exemplo mais marcado dessas mudanças talvez resida no já referido processo de superação do Glass-Steagall Act e de outras normas promulgadas durante o New Deal norte-americano, como o Bank Holding Company Act, de 1956, do qual decorriam não apenas a separação rigorosa entre agentes que operavam no mercado bancário e no de capitais, como também a impossibilidade de desenvolver atividade securitária e a restrição à atuação interestradual (ou seja, em nível nacional).⁴⁷ O relaxamento das disposições contidas naqueles diplomas, em um processo de mais de duas décadas, implementado inicialmente a partir de interpretações cada vez mais flexíveis e, ao final, pela promulgação de novas normas, permitiu uma maior concentração e integração de atividades antes segregadas. É o que adiante se analisará.

⁴⁶ Em especial para os Estados Unidos, tal ponto é destacado por Mishkin (2000, p. 171), que refere os regimes mais vantajosos aplicáveis aos grupos estrangeiros.

⁴⁷ O que impedia o desenvolvimento de estruturas financeiras hábeis para lidar com as novas realidades. Mais do que isso, ao estimular a fragmentação das atividades bancárias entre diversas instituições locais, aquela legislação impedia a diversificação de atividades, aumentando a exposição das instituições a determinados riscos e limitando a sua possibilidade de administrar tais riscos. Nesta linha, cf. The Economist (1999a).



EL SEVIER

3.3.3. Movimentos de concentração – alguns aspectos institucionais

Dentre as transformações nas estruturas de intermediação financeira, merecem destaque alguns processos de concentração de atividades (ou de criação de estruturas de controle sobre atividades antes dispersas), como a criação dos “bancos múltiplos” e a formação de conglomerados. De um modo geral, pode-se encontrar a causa de tais processos no aumento dos desafios que, a partir da década de 1970, começaram a se apresentar para os intermediários financeiros tradicionalmente estabelecidos. Esta visão, porém, fixada nos ganhos de eficiência dos bancos e demais instituições financeiras é insuficiente.

Com efeito, a integração de atividades distintas, em conglomerados ou em uma única instituição, também permite a melhor administração daqueles riscos aos quais os intermediários estão expostos em razão de suas atividades – tanto pela diversificação dessas atividades, quanto pela possibilidade de realizar operações protetivas. Em qualquer hipótese, porém, são reduzidos a exposição das instituições e os custos de transação das medidas protetivas necessárias. Há, também, finalidades estratégicas por trás das mudanças que autorizaram esse tipo de movimento, dados os processos competitivos descritos. Fruto da globalização das atividades financeiras e dos processos de intermediação. É para afrontar novos riscos e, ao mesmo tempo, novos e mais agressivos agentes que se passou a permitir, a pouco e pouco, a integração de atividades antes dispersas.

Tal integração é, usualmente, analisada sob a rubrica “concentração bancária”, expressão que, em um sentido bastante amplo, abrange processos bem distintos, que resultem na redução do número de instituições que operam no mercado. Nesta linha, pode ocorrer concentração: a partir de operações de natureza societária, como a fusão ou a incorporação; a partir da criação de estruturas de grupo, como ocorre nos conglomerados financeiros; pela integração de atividades em uma única instituição, o caso dos “bancos múltiplos” etc.⁴⁸ A presente exposição deverá se ater às duas últimas hipóteses, que, efetivamente, representam novas fórmulas organizacionais para os intermediários financeiros.

⁴⁸ As modalidades são relacionadas por Teixeira (2000, p. 53). Vale destacar que, no Brasil como também em outros países, pode-se apontar grandes movimentos de fusões nas últimas décadas, relacionados às necessidades de reorganização de grupos financeiros, seja por impulso estatal (decorrendo de concepções estratégicas sobre a melhor conformação dos sistemas nacionais), por efeito, direto ou indireto, de demandas regulatórias (no caso, por exemplo, do aumento de exigências para instituições isoladas), por ganhos de eficiência ou por pressões concorrenciais. Para as razões ainda mais remotas de tais processos de concentração, cf. Bouzian (1972, p. 127) e Minekla (1988, p. 135 e ss.). Apenas a título de complementação, vale destacar que, em uma dimensão distinta, Santos e Silveira (2001, p. 185 e ss.) destacam um movimento, paralelo aos anteriores, de concentração geográfica das atividades financeiras, especialmente em razão do desenvolvimento tecnológico. O mesmo movimento é descrito por Minekla (1988, p. 157 e ss.). Por fim, é necessário apontar que um dos subprodutos da recente crise dos *subprime* foi a aceleração dos movimentos de concentração ao redor do mundo, seja pela aquisição – por vezes estimulada pelos reguladores locais – de instituições problemáticas, seja por movimentos estratégicos de consolidação. Ainda que não diretamente impulsionados pela crise, movimentos desta natureza já vêm ocorrendo também no Brasil, como se pode ver em *The Economist*, 2008h.

A constituição de conglomerados é uma das formas de afrontar aquelas situações acima descritas, integrando atividades originariamente distintas e desenvolvidas por diferentes instituições sob um único centro de controle (geralmente uma sociedade *holding*), estabelecido por vínculo societário ou por controle operacional compartilhado. De acordo com a definição constante do De Swaan Report of the Tripartite Group of Banks, Securities and Insurance Regulators, constituído sob o BIS, conglomerado financeiro é "any group of companies under common control whose exclusive or predominant activities consist of providing services in at least two different financial sectors (banking, securities, insurance)" (Goodhart *et al.*, 1998, p. 147).

A mesma racionalidade justifica a autorização para a criação do que, no Brasil, se convencionou chamar de "bancos múltiplos" (os *universal banks* dos países de língua inglesa). Mais ainda do que os conglomerados, estas instituições representam um modelo oposto àquele de forçada segregação de atividades vigente, por exemplo, sob a égide do Glass-Steagall Act (denominado *dual banking system*).⁴⁹ Assim, se no modelo "dual" as operações de banco comercial e de banco de investimentos deveriam estar de todo segregadas uma da outra, persistindo uma especialização forçada, sob o regime de banco múltiplo permite-se uma cumulação daquelas atividades (bem como a cumulação de outras, conforme o regime que se decida adotar) sob uma única instituição.

Embora ainda persistam algumas (cada vez mais escassas, frise-se) polémicas acerca da maior adequação e das vantagens de um modelo ou de outro, a dinâmica dos mercados atuais tem levado à adoção generalizada dos sistemas de bancos múltiplos,⁵⁰ com a possibilidade de graus distintos de integração entre as instituições. Tal tendência é demonstrada, por exemplo, pelo modelo português, em que hoje, genericamente, todos os bancos pertencem a uma mesma categoria, podendo atuar tanto na intermediação bancária propriamente dita quanto no campo dos bancos de investimentos (Athayde, 1999, p. 289).⁵¹

Podem-se, assim, afirmar que, hoje, a conformação geral das instituições que operam nos mercados financeiros e de capitais ao redor do mundo decorre de uma cumulação entre o regime de bancos múltiplos e a possibilidade de criação de conglomerados. Aquelas atividades que se pode integrar em uma

⁴⁹ Para uma análise de tal racionalidade, com a contraposição do modelo dual norte-americano ao modelo alemão, tradicionalmente de banco múltiplo, cf. Calomiris (2000, p. 212 e ss.).

⁵⁰ Vale lembrar que os processos de desintermediação se afiguram menos ofensivos nos países em que se permite um maior número de atividades aos bancos, como destacam Arshadi e Karels (1997, p. 220).

⁵¹ Para uma contraposição entre os modelos adotados em diversos países, cf. Ferreira, Freitas e Schwartz (1998, p. 53) e Buxbaum e Hopf (1988, p. 192).



EL SEVIER

única instituição tornam-se objeto de tal integração, enquanto as demais permanecem sob um mesmo conglomerado.⁵² Dentro desses movimentos mais gerais é possível identificar, também, algumas outras tendências, conforme as regras vigentes em cada país. Assim, por exemplo, vem se tornando cada vez mais comum a integração, às atividades bancárias, das atividades de seguros, dentro de um processo denominado de *bancassurance*.⁵³

Como também ocorre com a desintermediação, essas novas tendências concentracionistas trazem alguns problemas para a atuação dos reguladores, como adiante se verá. Uma vez apresentadas essas linhas gerais de organização das atividades das instituições financeiras ao redor do mundo, ainda que com feições diferentes em cada país, cumpre passar à análise do caso brasileiro.

3.4. O regime das atividades de intermediação no Brasil

3.4.1. O conceito de instituição financeira

Embora no Brasil algumas das atividades de intermediação fossem objeto de leis específicas desde longa data, apenas com a Lei nº 4.595/1964 se procurou estabelecer uma definição mais abrangente daquelas atividades. Assim, o Código Comercial de 1850 estabeleceu, em seu art. 119, que "são considerados banqueiros os comerciantes que têm por profissão habitual do seu comércio as operações chamadas de Banco", dispondo, no artigo seguinte, que aquelas operações seriam "decididas e julgadas pelas regras gerais" aplicáveis aos contratos mercantis, conforme a natureza de cada uma delas.

A matéria das operações bancárias foi objeto de maior detalhamento em duas ocasiões, como esclarece Coelho (1981, p. 71), com o Decreto nº 2.711, ainda em 1860, e com o Decreto nº 14.728, de 1921. Este último diploma forneceu uma descrição mais detalhada do que se deveria considerar operações de banco, relacionando-as em seu art. 3º, *verbis*: "1. o comércio por conta própria

⁵² E essa possibilidade de conjunção estratégica de mecanismos de concentração é objeto da atenção de Rocca (1995, p. 26), que, tratando do advento dos bancos universais na Itália, afirma que "infatti, la circostanza che l'attività bancaria ed ogni altra attività finanziaria, nonché attività connesse o strumentali, possano essere svolte da una unica struttura multidivisionale, ripropone in termini sostanzialmente nuovi la scelta organizzativa tra tale struttura multidivisionale ed il gruppo, per la prima volta in Italia, infatti, questa decisione non è più condizionata dal quadro normativo".

⁵³ Tal processo também é referido por Ferreira, Freitas e Schwartz (1998, p. 27) e por Cordeiro (2001, p. 89). Cf. ainda, para a sua justificativa econômica, The Economist (2001b), que esclarece que "Lots of banks are keen to sell insurance in their branches, mainly because they need to flog as many products as possible to their customers in order to cover the high fixed costs of maintaining their outlets. Insurance companies, on the other hand, usually lack the physical means to reach customers, so they seek access to bank branches as an extra distribution channel". Quanto aos diversos meios e arranjos para chegar a tal cumulação de atividades, cf. Rabozzi, Modigliani e Ferri (1998, p. 133 e ss.).

ou de outrem: a) de ouro ou prata em moeda, em pó ou em barra; b) de títulos da dívida pública nacional ou estrangeira e de títulos de empresas de qualquer natureza; 2. empréstimo de qualquer espécie; 3. operações de câmbio; 4. depósito de valores de qualquer natureza; 5. abertura de contas correntes; 6. descontos e redescontos; 7. quaisquer operações bancárias atinentes ao movimento de crédito, seja qual for sua natureza ou forma por que se realize".

Daquela caracterização originária dos banqueiros como comerciantes, podem-se retirar alguns elementos preliminares para a definição do que estes fazem. Assim, embora o Código Comercial não defina comerciante e tampouco ato de comércio, a doutrina é mais ou menos pacífica quanto à matéria. Mesmo que hoje se trate muito mais da figura do empresário comercial e da empresa comercial do que daquela figura mais tradicional do comerciante, resta claro que esta engloba (porque pode não se limitar a eles) os atos de intermediação na circulação de bens, desenvolvidos de forma profissional e sob uma estrutura organizacional, com escopo de lucro.⁵⁴ Assim, tanto Coelho (1981, p. 72) quanto Paulin (1998, p. 197) evidenciam a comercialidade da atividade do banqueiro a partir do reconhecimento da sua atuação como intermediário profissional de uma mercadoria específica (o capital), com finalidade especulativa ou lucrativa. Sem prejuízo dessas primeiras ilações, bastante coerentes com os fins da intermediação financeira, restou sempre evidente a incapacidade dos regimes então estabelecidos para abranger todas as atividades bancárias. Mais do que isso, o sistema jurídico brasileiro nunca procurou caracterizar com maior cuidado o que seria, efetivamente, objeto de comércio bancário.

Já as atividades dos corretores, que no primeiro momento eram as pessoas físicas detentoras de "ofício público" e vitalício e não sociedades comerciais (Pontes, 1982, p. 375), foram objeto, inicialmente, da Lei nº 317, de 21/10/1843, regulamentada pelo Decreto nº 417, de 14/6/1845. Este último define corretores, de forma ampla, como "os agentes intermediários para comprar e vender por seus comitentes mercadorias, navios, fundos públicos e outros efeitos e obrigações, letras de câmbio, bilhetes à ordem e quaisquer papéis comerciais, fazer negociações por desconto, seguros, contratos em grosso, fretamento, empréstimo sobre penhores, ou de qualquer outro modo" (Paiva, 1963, p. 161). A matéria foi tratada, também, em dispositivos do Código Comercial de 1850 (arts. 36 e seguintes) e em diversas outras normas, sem que se alterasse aquele regime original.

⁵⁴ Em sentido mais amplo, Visentini (1997, p. 134) esclarece que "è imprenditore commerciale chi esercita professionalmente un'attività commerciale, organizzata industrialmente per la produzione di beni o di servizi o per lo scambio di beni o di servizi", destacando, em seguida, as finalidades econômicas das atividades comerciais. Cf., ainda, Ferrata Jr. e Corsi (1996, p. 31 e ss.).



ELSEVIER

O primeiro esforço verdadeiro de integração das atividades de todos aqueles que realizavam atividades de intermediação nos mercados financeiro e de capitais ocorre com o estabelecimento de um conceito de instituição financeira, pela Lei nº 4.595/1964, como acima referido. Assim, de acordo com o art. 17 daquele diploma

Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

O parágrafo único daquele artigo estabelece, ainda, que são equiparadas às instituições financeiras "as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual", enquanto o § 1º do art. 18 dispõe

além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplinas desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuem distribuição de prêmios em imóveis, mercadoria ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando, nos mercados financeiros e de capitais, operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.

Desde a promulgação do diploma que os continha, cuja conjuntura histórica será oportunamente analisada, os dispositivos caracterizadores das instituições financeiras têm recebido segundas críticas da doutrina, seja pela sua generalidade, seja pelas muitas dificuldades para a sua adequada interpretação, que, a bem da verdade, apenas pode se dar à luz de uma adequada inteligência do que sejam as atividades de intermediação financeira.⁵⁵

Isso porque, ao adotar-se uma interpretação mais literal, se poderia inferir, do *caput* do art. 17, que todos aqueles que realizam a aplicação de recursos financeiros próprios seriam, também eles, instituições financeiras (afinal, o dispositivo fala em "coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros"). Por outro lado, o uso da conjunção alternativa também permite a descon sideração da natureza da atividade de intermediação que

⁵⁵ Cf., para tais críticas, Simoni (1981, p. 31 e ss.), Coelho (1981, p. 70 e ss.) e Paulin (1998, p. 198 e ss.).

consiste naquelas três etapas logicamente ordenadas, o que permite que se pessegue o rótulo de atividade própria de instituição financeira para diversas outras atividades, de cunho eventual ou não profissional.⁵⁶

Prova daquela primeira falha apontada, aliás, se encontra na opção por uma redação distinta para o art. 1º da Lei nº 7.492, de 16/6/1986, que trata dos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (a lei do "colarinho branco"). Neste último dispositivo, define-se instituição financeira, para os fins daquele diploma, como "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". O parágrafo único do mesmo artigo dispõe que se equipara a 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 quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual". Vale destacar que esta segunda definição, apresentada para os fins mais restritos da aplicação da Lei nº 7.492/1986, padece da mesma generalidade que se costuma criticar no diploma de 1964.

Apesar das muitas críticas possíveis, a Lei nº 4.595/1964 estabelece as bases para a ordenação das diversas categorias de instituições financeiras ou das que sejam a elas equiparadas no sistema financeiro brasileiro, mesmo considerando a multiplicidade de tais instituições e das atividades por elas desenvolvidas que, como adiante se verá, acaba por dificultar a criação de um esquema mais linear para a sua interpretação.

Uma das possíveis classificações é apresentada por Paulin (1998, p. 202 e ss.), que, a partir do § 1º do art. 18 daquela lei, diferencia entre as instituições financeiras *stricto sensu*, as instituições auxiliares e as instituições equiparadas, reconhecendo, porém, que essas duas últimas categorias por vezes se confundem. Assim, seriam instituições financeiras em sentido estrito todas aquelas que estão relacionadas na parte inicial do § 1º ("estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham"); seriam instituições auxiliares aquelas

⁵⁶ Neste sentido, aliás, após referir algumas das críticas mais usuais, Coutoça (1999a, p. 50 e ss.) apresenta algumas decisões judiciais sobre a matéria, apontando, então, para a orientação jurisprudencial hoje predominante, que também se encontra em consonância com a doutrina, ficando evidente que "a presença de uma das atividades previstas no art. 17, isoladamente, em uma operação realizada por determinada pessoa (física ou jurídica), não pode caracterizá-la como instituição financeira".



ELSEVIER

outras relacionadas no mesmo dispositivo, merecendo destaque as que atuam no âmbito do mercado de capitais; e seriam instituições equiparadas todas as instituições enquadradas, em razão de suas atividades, no sentido amplo de instituição financeira, constante do *caput* do art. 17, ainda que não expressamente mencionadas naquela lei (é o caso, por exemplo, das sociedades de *leasing*). De um modo geral, porém, ao classificar os intermediários financeiros no Brasil, a maior parte dos autores foge aos critérios estabelecidos pela legislação de regência,⁵⁷ recorrendo, muito mais, a critérios econômicos.

Nesta última linha, Fortuna (2002, p. 27 e ss.) adota três categorias para a classificação das instituições financeiras, falando em "instituições financeiras monetárias", "instituições financeiras não-monetárias" e "instituições auxiliares". As primeiras seriam aquelas que recebem depósitos a vista e que, em consequência, geram um efeito multiplicador de moeda, como os bancos comerciais, as caixas econômicas, os bancos cooperativos e as cooperativas de crédito. Já as "instituições financeiras não-monetárias" captam recursos por meio de emissão de títulos para posteriores empréstimos, assim se caracterizando os bancos de investimento, os bancos de desenvolvimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito ao microempreendedor, as companhias hipotecárias, as sociedades de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimo. Por fim, os "auxiliares do mercado financeiro" são aquelas instituições não-bancárias, atuantes em campos bastante díspares, como as corretoras de títulos e valores mobiliários, as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as sociedades de arrendamento mercantil (*leasing*), as agências de fomento ou desenvolvimento e os investidores institucionais (fundos mútuos de investimento, entidades abertas e fechadas de previdência complementar e sociedades seguradoras).

Vale passar brevemente pelas instituições em espécie, para o que se adotará uma divisão mais simples do que as acima expostas, com a diferenciação apenas entre as instituições que provêm crédito (incluindo as instituições não-bancárias) e aquelas, genericamente denominadas "auxiliares", que operam como intermediárias na aquisição de ativos ou na realização de investimentos, de forma direta ou indireta. Dentre estas últimas, encontram-se também aquelas que operam como investidores institucionais, uma vez que sua atividade é uma forma de intermediação, como acima descrito. Por outro lado, não serão objeto de análise as instituições financeiras públicas, também regulamentadas com base na Lei nº 4.595/1964 (arts. 22 e ss.) e que, no Brasil, englobam o Banco do

⁵⁷ E, neste sentido, autores como Salomão Neto (2005, p. 64 e ss.) e Turczyn (2005, p. 176 e ss.) optam por evitar o problema, fingindo ao esforço classificatório e passando, quase que diretamente, à análise das instituições em si.

Brasil, a Caixa Econômica Federal (espécie do gênero Caixa Econômica), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e outros bancos de desenvolvimento destinados ao fomento regional, assim como as mais recentemente regulamentadas agências de fomento ou desenvolvimento.⁵⁸

3.4.2. As instituições financeiras em espécie

3.4.2.1. As chamadas "instituições creditícias"

Dentre as instituições referidas como "monetárias", as mais típicas e de adoção mais tradicional no país são, sem dúvida, os bancos comerciais. Trata-se das instituições bancárias por definição, receptoras de depósitos a vista e, conseqüentemente, criadoras de moeda escritural. São os bancos comerciais que realizam o "binômio bancário" a partir daquelas operações passivas e ativas acima descritas e que, a partir daí, fornecem crédito, geralmente de mais curto prazo, nas modalidades que lhes são permitidas. A natureza de suas atividades, naturalmente, é determinada pela forma de captação de recursos e pela sua peculiar estrutura patrimonial, que será descrita na seção 4.3.1. Por fim, os bancos comerciais prestam, ainda, outros serviços de cunho acessório, alguns dos quais também já foram acima referidos.⁵⁹

Ao lado dos bancos comerciais e também como instituições tipicamente bancárias, devem-se referir os bancos de investimento. Tais instituições, também elas de larga utilização em outros regimes, por vezes obrigatoriamente segregadas das atividades de banco comercial, como se viu, foram inicialmente regulamentadas no Brasil pela Resolução CMN nº 18/1966 (a primeira referência legislativa consta do art. 29 da Lei nº 4.728/1965, que tratou da modernização do mercado de capitais), havendo surgido para fazer uma espécie de interface entre as atividades de financiamento bancário e as atividades típicas de mercado de capitais, militando pelo desenvolvimento deste último.⁶⁰ A peculiaridade de tal forma de atuação, destinada a atender a necessidades de médio

⁵⁸ Para uma apresentação das três primeiras instituições relacionadas e de seu regime, cf. Mosquera (1999a, p. 52 e ss.), Fortuna (2002, p. 28 e 30), Andrezo e Lima (2002, p. 51 e ss., e 30 e ss.) e, de forma mais detalhada, Turczyn (2005, p. 148 e ss.). Especificamente para as atividades das agências de fomento ou desenvolvimento, cf. Fortuna (2002, p. 35).

⁵⁹ Cf., neste sentido, a seção 2.4. Para uma descrição bastante geral da atuação dos bancos comerciais no Brasil, cf. Bouzan (1972). Frise-se que, funcionando como os bancos comerciais, pode-se relacionar instituições como os bancos cooperativos (bancos comerciais pertencentes a cooperativas de crédito), aos quais, guardadas as peculiaridades operacionais, aplica-se basicamente o mesmo regime, como destaca Mosquera (1999a, p. 55).

⁶⁰ Neste sentido, vale destacar a relevância de sua atuação nos Estados Unidos, onde, completamente desvinculadas das atividades típicas dos bancos comerciais, as atividades de bancos de investimentos, englobando a prestação de serviços diversos no mercado de capitais, ganharam um alto grau de especialização, como referem Fabozzi, Modigliani e Ferri (1998, p. 274).



ELSEVIER

e mesmo longo prazo dos agentes não-financeiros, com recursos próprios ou provenientes de terceiros, marca as operações passivas e ativas dos bancos de investimentos. Assim, essas instituições captam recursos predominantemente por meio de depósitos a prazo (os já referidos CDBs e RDBs, também emitidos pelos bancos comerciais), da captação de recursos externos e internos e da venda de quotas de fundos de investimentos por eles administrados. Por outro lado, elas fornecem empréstimos a prazos maiores do que aqueles usuais dos bancos comerciais, realizam atividades próprias de mercado de capitais, atuando em emissões e subscrições de valores mobiliários ou mesmo em determinadas atividades de intermediação, e repassam os recursos obtidos.⁶¹ Neste sentido, vale destacar, os bancos de investimentos envolvem-se também, direta ou indiretamente, naquelas atividades tidas como de *private equity* ou de *venture capital*, que envolvem a aquisição de participações em companhias fechadas, de modo a promover a sua modernização e profissionalização, ao final preparando futuras emissões de títulos.⁶²

Como já referido, bancos comerciais e bancos de investimento são as instituições caracterizadas como propriamente bancárias, sendo hoje permitida, no Brasil, a cumulação das duas carteiras de atividades, assim como de algumas outras, em bancos múltiplos. Pela sua natureza, as instituições bancárias dispõem, ainda, de um importante mecanismo de integração ao sistema financeiro e às demais instituições que nele operam: a conta Reservas Bancárias. Esta é uma conta no BCB, de natureza escritural, em que são depositadas as reservas monetárias dos bancos, sendo, por seu intermédio, efetuadas a liquidação de operações e as transferências interbancárias em geral, entre outras atividades.⁶³

⁶¹ Motivo pelo qual, aliás, tais instituições podem, conforme as suas atividades, integrar o sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos do art. 15 da Lei nº 6.385/1976. Para as atividades dos bancos de investimento, Mosquera (1999a, p. 54), Fortuna (2002, p. 30) e Andrezo e Lima (2002, p. 80 e ss.). Estes últimos, assim como Pontes (1982, p. 162 e ss.), tratam do surgimento de tais instituições no Brasil e do quanto se pretendia à época, implementar.

⁶² Para este tipo de atividade, cf. Bessler, Kaen e Sherman (1998, p. 578) e Yazbek (2007, p. 116 e ss.). Sobre as dificuldades de acesso de novas empresas aos mercados de capitais e a necessidade de criação de estruturas de *venture capital*, cf. Gerke (1998, especialmente p. 623 e ss.), que esclarece que as instituições especializadas neste tipo de atividade oferecem vantagens para as empresas de pequeno porte que estas não obteriam nem no financiamento bancário tradicional nem nos mercados de capitais, de modo que "*venture capital companies would be the ideal partner of small and specially new companies insofar as they would have more trust in them than, for instance, in the participation of employees or private investors, as was shown in a study conducted among medium-sized companies*". Para uma ampla análise do desenvolvimento recente de tais atividades, cf. *The Economist* (2004b).

⁶³ Para a natureza da conta Reservas Bancárias no sistema brasileiro, cf. Vergosa (1998, p. 207), Aguiar Júnior (2001, 57) e Torres (1999, p. 29 e ss.).

É por essa detenção de contas de reservas, vale frisar, que as instituições bancárias tornam-se as responsáveis diretas pela operação do sistema de pagamentos de um país, promovendo a liquidação das operações realizadas, entre si e também com seus clientes.⁶⁴ Tendo em vista a dinâmica das operações bancárias, a existência desse sistema permite o desenvolvimento de outros mercados, com as reservas passando a funcionar como *locus* em que os bancos buscam liquidez, seja por um mercado interbancário de reservas (por intermédio dos CDIs, já anteriormente descritos), seja por outros instrumentos (no Brasil, primordialmente, operações com títulos públicos). Da mesma forma, o estabelecimento de restrições ou de obrigações de retenção nesse plano das reservas bancárias permite o controle de liquidez de todo o processo econômico, sendo, assim, em tal campo que se operacionaliza a política monetária pelos bancos centrais, a partir de instrumentos como os recolhimentos compulsórios, as operações de *open-market* ou mecanismos de assistência à liquidez (redescconto).⁶⁵

A obrigatoriedade de detenção de tais contas nos diversos países e as instituições por tal obrigatoriedade abrangidas variam, naturalmente, conforme o regime adotado a cada caso. No Brasil, desde a implementação do Sistema de Pagamentos Brasileiro, a conta Reservas Bancárias permaneceu obrigatória para os bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e para as caixas econômicas, sendo facultativa a sua detenção por bancos de investimentos e bancos múltiplos sem carteira comercial (Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 2002, p. 20).

Ao lado dessas instituições bancárias mais tradicionais, foi autorizada também, por intermédio da Resolução CMN nº 3.426/2006, a criação de um novo tipo de instituição de natureza bancária, o "banco de câmbio". A atuação desses novos bancos, nos termos da citada Resolução, deve ficar restrita a operações tipicamente cambiais, no mais das vezes destinadas a suporte (inclusive crédito) à importação e exportação. Para tal, além de recursos próprios, os bancos de câmbio podem utilizar recursos provenientes de operações de repasse, depósitos interfinanceiros e captações no exterior. A rigor, a regulamentação dessa modalidade atende à demanda por uma maior capilarização do sistema financeiro, permitindo a prestação daqueles serviços por instituições de menor porte, hábeis a buscar nichos distintos daqueles ocupados pelas demais instituições bancárias autorizadas a atuar no mercado de moeda estrangeira (e que, muitas vezes, pelo porte das operações, nem mesmo interessam a estas últimas). Trata-se, de qual-

⁶⁴ O conceito de sistema de pagamentos é analisado na seção 4.6.2.3.

⁶⁵ Para uma análise aprofundada das formas de implementação de política monetária por aqueles instrumentos, cf. Torres (1999).



ELSEVIER

quer maneira, de empresas bancárias, sujeitas, desta maneira e ainda nos termos da Resolução anteriormente referida, às mesmas condições de constituição e funcionamento vigentes para as demais instituições financeiras.

Há, porém, ainda outras instituições envolvidas com a concessão de crédito para os agentes econômicos não-financeiros, que não são caracterizadas como bancárias – o que faz com que as suas atividades, aliás, sejam colocadas sob a rubrica, já anteriormente referida, de parabancárias. A tipicidade de tais instituições está, em sua maioria, relacionada à forma pela qual se desenvolveram, no Brasil, os mecanismos de crédito para atividades específicas de produção ou consumo ou para o atendimento às necessidades de determinados setores. Pode-se relacionar, genericamente, dentre tais instituições, as sociedades de crédito, de financiamento e de investimento (comumente referidas como "financeiras"), inicialmente regulamentadas em 1959 (ainda que já viessem operando há alguns anos) e que, aos poucos, foram tendo suas possibilidades alargadas para o financiamento de cada vez mais atividades.

As "financeiras" surgiram das limitações, operacionais e mesmo legais, das instituições bancárias para a concessão de financiamento a médio e longo prazos para o nascente mercado consumidor nacional, tendo em vista o surgimento da indústria automobilística no país e a instalação de indústrias de base (Teixeira, 2000, p. 31 e Andrezo e Lima, 2002, p. 29 e ss.). De um modo geral, essas instituições captam dinheiro a partir de aportes de seus acionistas, de repasses e da negociação de títulos no mercado (na origem, eram as famosas "letras de câmbio", títulos emitidos pelos clientes, vinculados às operações de crédito individuais e com deságio em relação ao seu valor de face, que recebiam o aceite da instituição, sendo então negociadas em mercado). Com o tempo, surgiram, também, adaptações daquele modelo original, com mudanças estruturais, como é o caso das recentes sociedades de crédito ao microempreendedor, criadas pela Medida Provisória nº 1.958-26/2000.⁶⁶

Nesta mesma linha, pode-se referir o sistema criado para o financiamento imobiliário, desenvolvido também a partir de 1964, com a criação das sociedades de crédito imobiliário pela Lei nº 4.380, de 21/8/1964. Posteriormente, foram acres-

⁶⁶ Para o funcionamento das sociedades de crédito, financiamento e investimento, cf. Mosquera (1999a, p. 54), Fortuna (2002, p. 31) e Pontes (1982, p. 01 e ss.), sendo que este último apresenta alguns importantes dados históricos. Uma análise dos primórdios das sociedades financeiras, efetuada com base em instrumentos adotados em outros países e apresentando alguns pontos que, no regime brasileiro, nunca chegaram a se desenvolver plenamente, malgrado alguns esforços neste sentido, consta de Barreto Filho (1956). Por fim, vale esclarecer que a utilização de "letras de câmbio" nos mercados financeiro e de capitais, longe de ser exclusiva das sociedades financeiras, é prática tradicional – ainda hoje tais títulos apresentam utilidade em determinadas modalidades operacionais, que fogem aos limites da presente análise. Para uma descrição do papel histórico de tais instrumentos, cf. Levy (1977, p. 289 e ss.).

cidas a tais sociedades as companhias hipotecárias e outras instituições, hoje integradas no Sistema Financeiro Imobiliário, que, desde a Lei nº 9.514/1997, abrange inclusive a possibilidade de adoção de mecanismos de securitização.⁶⁷

Um outro exemplo de instituições não-bancárias que outorgam crédito reside nas sociedades de arrendamento mercantil (*leasing*). Estas instituições são especializadas em uma modalidade específica de financiamento para a aquisição de bens, o arrendamento mercantil, para o qual são captados recursos de longo prazo, internamente ou no exterior (inclusive por emissão de títulos de dívida), com o correspondente fornecimento dos valores aos clientes, para os fins pretendidos. A principal garantia de adimplemento nesse tipo de operação é a propriedade do bem, que cabe à financiadora. O beneficiário do financiamento, porém, dele pode fazer uso durante o período em que está pagando a sua dívida, sendo-lhe facultado, ao final, adquirir o bem contra o pagamento do preço residual ainda existente.⁶⁸

Por fim, pode-se acrescentar a esta relação instituições como as cooperativas de crédito, mecanismos associativos relacionados à obtenção do chamado microcrédito (Mosquera, 1999a, p. 55, e Pontes, 1982, p. 220), e, por isso mesmo, sempre trazidos à baila, apesar de sua utilização ainda bastante reduzida no país. Na mesma linha, há as administradoras de consórcios, que permitem a formação de poupança para a aquisição de determinados bens, administrando os recursos de terceiros (Andrezio e Lima, 2002, p. 74 e ss.). Além daqueles, outros exemplos possíveis residem nas hoje praticamente esquecidas associações de poupança e empréstito (Fortuna, 2002, p. 33, e Pontes, 1982, p. 251), assim como nas antigas sociedades de investimento (Oliveira, 1979, p. 77 e Mosquera, 1999a, p. 66).⁶⁹

⁶⁷ Para uma descrição do sistema financeiro imobiliário, cf. Salomão Neto (1998b, p. 155 e ss.), assim como Mosquera (1999a, p. 54), Fortuna (2002, p. 32 e ss.) e Pontes (1982, p. 200 e ss.).

⁶⁸ Sendo importante destacar que a existência desse preço residual e as suas finalidades sempre dizem respeito a contravérsias. Para as atividades de tais instituições, cf. Mosquera (1999a, p. 56) e Fortuna (2002, p. 35 e ss., e 230 e ss.), sendo que este último destaca alguns aspectos mais operacionais de tais operações, integrando-as nas operações realizadas pelas instituições financeiras. Para uma breve descrição das operações de arrendamento mercantil, cf. Gomes (1993, p. 522 e ss.).

⁶⁹ Vale esclarecer que não se integram a este rol as instituições que provêem atividades de *factoring* (também denominadas de operações de "fomento comercial"). Tais instituições efetuam a compra de créditos de agentes não-financeiros, antecipando recursos para estes e permitindo uma melhor administração dos riscos de crédito a que eles estão sujeitos. Não obstante, no Brasil, como também em outros países, tais atividades vêm sendo caracterizadas como mercantis e não como propriamente financeiras. Naturalmente, pela situação claramente limitrofe deste "fomento mercantil", bastante próximo das atividades típicas de instituições financeiras, a matéria é objeto de polémicas, tanto do ponto de vista teórico quanto do ponto de vista prático (uma vez que, caso se reconheça a invasão do campo de atuação próprio das instituições financeiras, as sociedades de *factoring* estão sujeitas ao disposto no art. 44 da Lei nº 4.595/1964 e na Lei nº 4.792/1986). Para uma breve exposição de tais atividades, cf., por exemplo, Andrezio e Lima (2002, p. 167) e Fortuna (2002, p. 607).



ELSEVIER

Em suas feições atuais, ou seja, desde 1964, o Sistema Financeiro Nacional surgiu sob o signo da especialização de atividades, imposta pela legislação e pela regulamentação então promulgadas. Simonsen (1971, p. 94 e ss.) credita tal imposição ao que chama de "tabus de rigidez legislativa"⁷⁰ e também à boa lucratividade apresentada pelas instituições financeiras até 1964, em razão das altas taxas de inflação (desestimuladora de discussões mais aprofundadas sobre o desenho institucional que se deveria adotar), e a uma tendência à imitação da experiência institucional norte-americana.

O próprio Simonsen apontava, no texto acima referido (datado de 1969), os problemas decorrentes de tal opção, como a desnecessária multiplicação de custos operacionais, e como daí se passou a uma cada vez maior conglomeração das atividades, ainda que mantido o necessário isolamento formal entre as instituições de um mesmo grupo. Mesmo pela dinâmica do sistema então criado, com instituições que transitavam entre o mercado bancário propriamente dito e o mercado de capitais, financiando-se por emissão de títulos para prestar crédito direto aos seus clientes, afigurava-se necessária a criação de estruturas de grupo. Com o tempo, outras justificativas surgiram para a formação de conglomerados, como acima referido.⁷¹

Por fim, em 1988, foi autorizada, no Brasil, a criação dos bancos múltiplos, permitindo-se a integração, em uma única instituição, de carteiras distintas relacionadas a atividades creditícias, carteiras estas que antes poderiam, no máximo, integrar um mesmo conglomerado financeiro. Como esclarecem Andrezio e Lima (2002, p. 188), aquela especialização originariamente almejada nunca funcionara de forma adequada, de modo que a nova regulamentação apenas vinha sancionar práticas já consolidadas. O regime estabelecido para tais instituições foi alterado, ainda, em 1994, quando da adoção, no Brasil, das regras do Acordo da Basileia, questão que se referirá adiante. Atualmente, os bancos múltiplos podem englobar as carteiras típicas de banco comercial, de banco de investimento, de sociedade de crédito imobiliário, de sociedades de crédito, financiamento e investimento e de arrendamento mercantil. Para a sua caracterização, é necessária, pelo menos, a presença de duas dessas carteiras, sendo que ao menos uma delas deve ser a de banco comercial ou de investimento.⁷²

⁷⁰ Relacionando, sob esta rubrica, também as limitações decorrentes da lei da usura, que demandaram das sociedades de crédito, financiamento e investimento diversos subterfúgos, como o mecanismo de emissão de letras de câmbio com deságio, acima brevemente referido. Vale apontar que mesmo alguns banqueiros já apontavam, àquela época e mesmo antes, que restrições daquela natureza não interessavam ao setor, como destaca Minella (1988, p. 120).

⁷¹ Além disso, há que se apontar um outro movimento relevante de concentração. Trata-se de um processo de centralização geográfica, pelo qual a região Sudeste do país acabou por se transformar em centro financeiro, daí derivando diversos aspectos cuja consideração fogem aos limites do presente trabalho. Cf., neste sentido, Santos e Silveira (2001, p. 185 e ss.).

⁷² Para uma visão geral dessas regras, cf. Andrezio e Lima (2002, p. 244) e Fortuna (2002, p. 37).

3.4.2.2. Os demais intermediários financeiros – instituições “auxiliares”, inclusive investidores institucionais

As instituições acima referidas como “auxiliares” serão, aqui, apresentadas dentro de duas categorias gerais. Serão objeto de exposição, inicialmente, os intermediários que efetuam a aquisição de títulos e valores mobiliários em nome dos clientes, atividade típica das corretoras de valores, das distribuidoras de valores e, mais recentemente, das corretoras de mercadorias. Em seguida, será apresentada a categoria, bastante ampla, dos investidores institucionais.

a) Sociedades corretoras e distribuidoras

Deve-se tratar, no que tange à primeira categoria, de três tipos de instituições: as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades corretoras de mercadorias. Dessas três modalidades, a mais tradicional é a das corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVMs). A despeito da antiguidade do reconhecimento legislativo de tais instituições no Direito brasileiro, apenas a partir da Lei nº 4.595/1964, as atividades de corretagem foram reconhecidas como típicas de instituições financeiras. Na sequência, a Lei nº 4.728/1965, extinguiu a antiga figura do corretor pessoa física, cuja existência já foi acima referida, fazendo surgir no seu lugar a sociedade corretora, instituição financeira integrante do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários (art. 5º), membro de uma ou mais bolsas de valores (art. 8º, *caput*)⁷³ e constituída preferencialmente sob a forma de sociedade anônima (art. 8º, § 5º).

Como esclarecido por Pontes (1982, p. 377 e ss.), a mudança encontrou diversas resistências, sobretudo na classe dos corretores, uma vez que, com ela, se eliminavam uma situação preexistente, a dos corretores de fundos públicos, e os privilégios que a ela correspondiam. Com o tempo, porém, o novo regime mostrou-se mais adequado, inclusive para os próprios intermediários. O campo de atuação das sociedades corretoras é, predominantemente, o mercado de capitais, no qual elas são autorizadas a realizar operações para a sua carteira própria e, também, para seus clientes (e os ativos adquiridos a cada caso permanecem registrados separadamente, não se confundindo uns com os outros). Além disso, tais instituições participam de diversas atividades acessórias ou correlatas, podendo atuar na distribuição de títulos ou valores mobiliários (*underwriting*), na administração de carteiras, fundos e clubes de investimentos, na custódia de valores mobiliários e mesmo na intermediação

⁷³ Vale destacar que, em 2007, com os processos de desmutualização das bolsas brasileiras, o regime aplicável às corretoras de valores mobiliários foi ajustado pela Resolução CMN nº 3.485/2007, deixando de ser condição para a concessão da correspondente autorização, pelo BCB, a detenção do título patrimonial de emissão de bolsa de valores.



ELSEVIER

de operações de câmbio, entre outras atividades, a cada caso observando-se a regulamentação aplicável à modalidade.⁷⁴

A Lei nº 4.728/1965 trouxe também outra importante inovação ao criar as sociedades distribuidoras de valores (as famosas DTVMs) surgidas para permitir um melhor acesso ao universo de clientes. As distribuidoras deveriam, assim, operar como verdadeiros “canais de distribuição”, especializando-se na oferta ao público dos instrumentos negociados no mercado de capitais. Embora, a rigor, corretoras e distribuidoras sejam autorizadas a realizar o mesmo tipo de atividades, estas últimas não têm acesso direto ao pregão ou ao sistema de negociação das bolsas, também não podendo intermediar operações de câmbio e prestar alguns outros serviços típicos da atividade de intermediação.

De um modo geral, as sociedades distribuidoras operam sempre por intermédio de uma corretora, sendo especializadas na captação de clientes.⁷⁵ Sem prejuízo deste caráter mais ágil que se pretendeu outorgar às distribuidoras, muitas delas acabaram, com o tempo, por desenvolver estruturas mais elaboradas, atuando quase como verdadeiras sociedades corretoras, situação que se evidenciava, em especial, quando da consideração da atuação das distribuidoras no mercado de derivativos, como se verá a seguir.

Isso porque, tradicionalmente, existem no Brasil as sociedades corretoras de mercadorias, instituições que operam em bolsas de produtos agropecuários e que, neste sentido, não desenvolvem nenhuma atividade financeira, não se submetendo, conseqüentemente, a nenhuma regulamentação mais restritiva. Quando da criação da BM&F, em 1986, as sociedades corretoras que operavam em seus mercados foram caracterizadas também sob aquela rubrica (até em razão da tradicional vinculação entre os mercados de derivativos e os mercados agropecuários, conforme já descrito). Essas novas corretoras de mercadorias e mesmo os chamados operadores especiais (pessoas físicas que operam em nome próprio no sistema de pregão da bolsa) apenas passaram a integrar o sistema de distribuição de valores mobiliários, constante do art. 15 da Lei nº 6.385/1976, em 2001, com a alteração promovida pela Lei nº 10.303/2001, já referida.

Até então, como inexistia regulamentação especificamente aplicável ao mercado de derivativos e às atividades de intermediação nele desenvolvidas, a BM&F permitia que se cadastrassem como corretoras de mercadorias pessoas

⁷⁴ Para as atividades das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, cf., por exemplo, as referências trazidas por Mosquera (1999a, p. 56 e ss.), Fortuna (2002, p. 34) e Andrezo e Lima (2002, p. 328 e ss.), além da detalhada análise de Pontes (1982, p. 373 e ss.) e da exposição, hoje datada, mas com inegável valor histórico, de Pava (1963, p. 189 e ss.).

⁷⁵ Estes, por sua vez, operam nas bolsas em subcontas da conta de titular da distribuidora na sociedade corretora que intermediará as operações. Vale destacar que no caso dessas operações realizadas na conta da distribuidora (a chamada modalidade “por conta”) a corretora responsável pela sua efetiva realização não identifica o cliente final a fim de resguardar a situação da própria distribuidora. Para as atividades das DTVMs – cf., por exemplo, as referências trazidas por Mosquera (1999a, p. 57 e ss.), Fortuna (2002, p. 34) e Andrezo e Lima (2002, p. 329), além da análise, mais aprofundada, de Pontes (1982, p. 434).

jurídicas não-financeiras, constituídas com a finalidade específica de intermediação de operações nos seus sistemas, corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários e bancos de investimento. A possibilidade de realização de operações em prego diretamente por sociedades distribuidoras e bancos de investimento decorria, vale frisar, de uma peculiaridade da regulamentação aplicável às atividades destes – com efeito, eles são autorizados a intermediar operações, mas eram impedidos de operar diretamente no mercado de valores mobiliários, vedação que inexiste para o mercado de derivativos. Quando a CVM foi alçada à posição de reguladora deste último e as corretoras de mercadorias passaram a integrar o sistema de distribuição de valores mobiliários, a autarquia optou por, em vez de criar uma nova modalidade de intermediário, reconhecer a forma que se outorgara às atividades de intermediação. Assim, aquelas instituições podem continuar operando como corretoras de mercadorias, desde que inscritas como tais na bolsa competente – “corretora de mercadorias” é, desta maneira, muito mais a condição da instituição que é autorizada a operar na bolsa de mercadorias e futuros do que propriamente a natureza daquela instituição.⁷⁶

Vale aqui frisar que as distinções entre as categorias acima referidas, corretoras de valores, distribuidoras de valores e corretoras de mercadorias, vêm, cada vez mais, sendo erodidas pelas práticas de mercado (ou, melhor dizendo, pela cada vez maior integração entre os mercados em que tais agentes atuam), não sendo raras, hoje, as discussões sobre a eventual unificação dessas categorias. Neste sentido, é interessante apontar que mesmo a CVM, ao referir os agentes autorizados a operar em mercados de bolsa e de balcão na Instrução CVM nº 461/2007, optou por adotar apenas a expressão, mais genérica, “pessoas autorizadas a operar”, sem maiores qualificações.

Além dessas categorias, deve-se destacar que existem outros intermediários a operar no mercado brasileiro. Assim, pode-se referir, ainda, a atuação de corretoras especializadas em câmbio (Mosquera, 1999a, p. 57), que, ao contrário das instituições anteriormente referidas, não atuam no âmbito do mercado de valores mobiliários, e dos agentes autônomos de investimentos, pessoas físicas (ou, em alguns casos, pessoas jurídicas) que, sem vínculo empregatício com as instituições acima descritas e sempre por elas autorizadas (atuando como seus prepostos), realizam atividades de distribuição de títulos e valores mobiliários, também eles captando clientes (Fortuna, 2002, p. 34).

b) Os investidores institucionais

Dentre os intermediários caracterizados como investidores institucionais, merecem destaque os fundos de pensão, os fundos de investimento em suas diversas modalidades e as sociedades seguradoras.

⁷⁶ Dada a sua natureza peculiar e a escassa regulamentação de suas atividades, as corretoras de mercadorias não foram objeto de análises ou descrições doutrinais mais detalhadas. Para algumas referências, cf. Carvalhosa e Elzirik (2002, p. 453 e ss.).



As mais antigas dessas instituições talvez sejam as sociedades seguradoras. Ante todo o exposto até o presente momento, restando comprovada a natureza eminentemente financeira dos instrumentos de administração de risco providos pelas seguradoras e o seu cada vez maior refinamento, é interessante que tais sociedades apenas tenham a sua natureza de intermediários financeiros reconhecida, pela maior parte dos autores, na medida em que operam como investidores institucionais. Embora não esteja à vista do grande público, esta atividade é, com efeito, essencial para as sociedades seguradoras, que têm a obrigação de administrar da forma mais adequada a massa dos prêmios por elas recebidos (constituindo as suas reservas técnicas), de modo a atender a determinados critérios de liquidez e de segurança, ao lado da procura de maior rentabilidade. Daí a importância das sociedades seguradoras quando se fala em desenvolver o potencial de determinados mercados.

A regulamentação das atividades de seguros privados no Brasil inicia-se, ainda, no começo do século XIX, com a vinda da família real portuguesa para o país (Costa, 2001, p. 24). Apesar de referências a tais atividades no Código Comercial de 1850, que trata dos seguros marítimos, e no Código Civil, com a subsequente emissão de diversas outras normas, a estrutura de mercado hoje vigente surge, também ela, em meados da década de 1960. Assim, a Lei nº 4.595/1964 equiparou as seguradoras às instituições financeiras (no art. 18, § 1º), havendo-se regulado a matéria, mais detalhadamente, por meio de Decreto-Lei nº 73/1966, que criou o Sistema Nacional de Seguros Privados.

As sociedades seguradoras devem organizar-se sob a forma de sociedades anônimas ou de sociedades cooperativas (estas últimas de reduzida importância no Brasil), a cada forma de organização se aplicando critérios e limitações operacionais próprias. *Grosso modo*, essas sociedades devem se restringir a operar nos ramos de seguros para os quais foram autorizadas, não desenvolvendo atividades de outra natureza. Por outro lado, as reservas técnicas das sociedades seguradoras devem ser destinadas a modalidades operacionais, de renda fixa e de renda variável, conforme a regulamentação aplicável à matéria, o que lhes dá aquele caráter de investidores institucionais.⁷⁷

Vale lembrar que, bastante próximas destas sociedades, pela dinâmica operacional e pelo regime regulatório que se lhes aplica, estão as sociedades de capitalização, instituições que fornecem ao público títulos ou planos de capitalização, uma modalidade de investimento em que se realizam sorteios periódicos nos quais o investidor pode receber um valor bastante superior àquele originalmente investido (caso ele não seja contemplado, ao final ocorre o resgate do

⁷⁷ Para as formas adotadas por tais instituições e os regimes gerais aplicáveis, cf. Ribeiro (2004, p. 59 e ss.) e Andrezo e Lima (2002, p. 69 e ss.). Sobre a forma de composição das reservas técnicas e as suas finalidades, cf. Braga (2001, p. 33). Vale destacar que o Sistema Nacional de Seguros Privados é integrado, também, por corretoras de seguros, cuja atuação é também descrita por Andrezo e Lima (2002, p. 70).

valor, remunerado). Embora a legislação brasileira tenha começado a tratar da matéria ainda em 1920, havendo-se constituído a primeira sociedade de capitalização no país em 1929, a regulamentação hoje vigente também encontra suas raízes nos anos 1960, com a promulgação do Decreto-Lei nº 261/1967.⁷⁸

Outro importante tipo de investidor institucional, cuja dinâmica operacional é assemelhada à das sociedades seguradoras, na medida em que se lida, predominantemente, com o investimento de reservas técnicas, são as entidades abertas ou fechadas de previdência complementar, cujo objeto é o provimento de planos de previdência privada, que pagam rendas, pecúlios ou outros benefícios aos seus aderentes, hoje nos termos da Lei Complementar nº 109/2001. Há que se diferenciar, aqui, a previdência complementar aberta da previdência complementar fechada. A primeira é acessível ao público em geral, mediante o pagamento de contribuições, sendo equiparada às relações securitárias (tanto assim que se faculta às sociedades seguradoras do ramo "vida" o desenvolvimento de tais atividades). As entidades de previdência aberta devem ser sempre constituídas sob a forma de sociedades anônimas, sendo regulamentadas pelos arts. 36 e seguintes daquele diploma. Já a previdência complementar fechada é acessível apenas a grupos restritos (funcionários de empresas ou de grupos de empresas, por exemplo), sendo as atividades desenvolvidas por associações ou fundações civis (os "fundos de pensão"), conforme o disposto nos arts. 31 e seguintes da Lei Complementar nº 109/2001.

A cada uma dessas modalidades se aplicam regras distintas, com maior ou menor grau de integração com outras atividades financeiras, em especial no caso da previdência complementar aberta. Assim, nos últimos anos foram desenvolvidas diversas inovações neste campo, com o surgimento de produtos e a adoção de novas estruturas de provimento dos serviços, que, de um modo geral, são hoje permitidos a bancos e a sociedades seguradoras. Da mesma maneira, cada vez mais, tais produtos são integrados a modalidades diversas de investimento. As reservas técnicas daquelas instituições são aplicadas, por sua vez, de acordo com os tipos de previdência por elas operados e as necessidades daí decorrentes, nos termos da regulamentação aplicável a cada caso.⁷⁹

Por fim, a última grande categoria de investidor institucional a operar no mercado brasileiro é o fundo de investimento. Se, nos casos anteriores, as instituições atuavam por uma decorrência lógica de suas atividades principais, os fundos de investimento, nas diversas modalidades autorizadas, atuam

⁷⁸ Para uma sucinta apresentação das atividades de tais sociedades e também dos chamados "corretores de capitalização", cf. Andrezo e Lima (2002, p. 71) e Fortuna (2002, p. 247).

⁷⁹ Para as atividades de tais instituições e o seu desenvolvimento mais recente, cf. Andrezo e Lima (2002, p. 127 e ss., e p. 343) e Fortuna (2002, p. 415 e ss.). Especificamente para a questão da forma de aplicação das reservas técnicas, cf. Fortuna (2002, p. 423 e ss.). Para uma análise aprofundada da situação das entidades fechadas de previdência complementar, cf. Gazeta (2006).



como investidores profissionais, em nome de terceiros, os detentores de suas quotas. Assim, estes são instrumentos de investimento coletivo, destinados a permitir a inversão de quantias coletadas do público investidor e permitindo, desta forma, a aferição de melhores ganhos em razão do volume de operações e da especialização. Como já se viu, os fundos ocupam um importante espaço, hoje, na mobilização de poupança individual, atuando de diversas formas e em distintos campos de especialização. Por este motivo, aliás, os fundos de investimento devem ser vistos como integrantes daquele movimento de desintermediação anteriormente descrito.

Embora, a rigor, a regulamentação para a matéria nasça do disposto na Lei nº 4.728/1965, o primeiro fundo de investimentos brasileiro foi constituído em 1957 (Pontes, 1982, p. 127). Esses fundos, organizados sob a forma de condomínios, são caracterizados como "abertos" ou "fechados", conforme permitem ou não o resgate antecipado das quotas pelos seus detentores. Nos fundos fechados, em que não se permite aquele resgate, as quotas podem ser passíveis de negociação em mercado, sendo tal modalidade, não raro, equiparada às companhias abertas, como forma de captar recursos para o financiamento de empreendimentos específicos (como ocorre, por exemplo, nos fundos de investimento imobiliário). Em qualquer dos casos, os fundos não têm personalidade jurídica, sendo administrados pelas instituições autorizadas a realizar esse tipo de atividade. Com o tempo, alguns dos mecanismos adotados por essa indústria começaram, também, a se complexificar, com a diferenciação entre as figuras do administrador e do gestor, a integração das instituições que administram fundos de investimentos a conglomerados financeiros, o aprimoramento das regras e procedimentos e a adoção de estratégias operacionais cada vez mais elaboradas.⁸⁰

Também é interessante tratar, neste ponto, de uma outra figura, apresentada com os fundos: o clube de investimento. Embora aqui não se possa falar propriamente em investidores institucionais, em razão, em especial, das diferenças de porte e de profissionalização entre estes e os fundos, tais mecanismos tornaram-se mais relevantes no Brasil a partir do início desta década, sobretudo como meio de acesso ao mercado acionário por investidores individuais.

⁸⁰ Para uma visão geral do regime aplicável aos fundos de investimento e de algumas das modalidades hoje existentes, cf. Quitroga (1999a, p. 65 e ss.), que também realça a importância dos clubes de investimentos, comentados na seqüência, assim como as observações de Andrezo e Lima (2002, p. 268 e ss.) e Fortuna (2002, p. 365 e ss.). Pontes (1982, p. 121 e ss.), por sua vez, analisa a natureza jurídica dos fundos de investimentos e apresenta alguns dados históricos acerca das atividades de tais mecanismos ao redor do mundo e no Brasil.

Criada nos Estados Unidos ainda no século XIX e regulamentada inicialmente no Brasil pela Instrução CVM nº 40/1984, essa modalidade de investimento coletivo destina-se, por um lado, a permitir o acesso de investidores ainda inexperientes aos mercados de valores mobiliários e, por outro, a funcionar como mecanismo de capilarização, para a distribuição daqueles títulos. Neste sentido, o regime aplicável mostra-se, em diversos pontos, simplificado em relação ao dos fundos de investimento (em especial no que tange a questões estruturais e a procedimentos registrais ou burocráticos), estabelecendo-se também restrições operacionais destinadas a impedir o desvirtuamento do uso do instrumento. Essa, aliás, é uma das questões recorrentes nos debates sobre a adequação da regulamentação vigente, uma vez que, havendo um regime simplificado, mesmo os agentes econômicos que originariamente não se habilitariam à utilização dos clubes de investimento tendem a migrar para tais mecanismos para a realização de suas operações.

3.5. Intermediação financeira, administração de risco e estruturas de regulação

No presente capítulo procurou-se apresentar algumas das linhas gerais das atividades de intermediação ao redor do mundo. A exposição foi iniciada, desta maneira, por uma breve apresentação das estruturas de mercado e das funções clássicas da intermediação financeira, assim como das atividades por ela abrangidas e das instituições que dela se desincumbem. Verificaram-se, ainda, os grandes movimentos e tendências tendo em vista a aceleração dos processos de inovação financeira a partir da década de 1970, identificando-se uma mudança do perfil das atividades de intermediação.

Em razão daqueles movimentos e tendências, pode-se apontar o surgimento de novos agentes (em um processo dito de desintermediação), assim como a adoção, não raro em caráter defensivo, de mecanismos de concentração e de integração de atividades (usualmente por técnicas de conglomeração ou pela criação de bancos múltiplos). Se, por um lado, esses mecanismos representavam a busca de soluções para alguns dos problemas que afligiam a indústria financeira mais tradicional, por outro, eles serviam também para permitir a administração mais eficiente dos novos riscos econômicos, decorrentes do quadro que se apresentava desde os últimos 30 anos.

Com a cumulação daquele novo quadro, da diversificação de atividades e da consequente exposição a novas situações, vai ganhando peso nos intermediários financeiros, a pouco e pouco, a disciplina de administração dos di-



ELSEVIER

versos riscos que afetam a atividade bancária (o já referido *risk management*). Tais riscos são genericamente classificados dentro daquelas categorias gerais apresentadas no primeiro capítulo – especialmente sob a forma de riscos de mercado (englobando também o risco cambial e o de taxa de juros), riscos de crédito, riscos de liquidez e riscos operacionais. A centralidade desta preocupação para as instituições financeiras (especialmente para os bancos) levou ao desenvolvimento de novas técnicas de identificação e de quantificação desses riscos e de limitação da exposição a cada um deles, havendo-se tornado, a administração de riscos, uma das mais importantes atividades internas para as instituições financeiras e para os reguladores, como adiante se verá.⁸¹

O presente capítulo também apresentou, em linhas gerais, a multiplicidade de instituições que operam no Brasil, verificando-se, também aqui, alguns daqueles movimentos já referidos, com o surgimento de mecanismos alternativos aos instrumentos bancários tradicionais e a concentração de atividades. Por fim, restou claro, no correr da exposição, que as opções adotadas a cada momento, não apenas no Brasil, como também em outros países, estão relacionadas com o arcabouço regulatório existente, não decorrendo apenas de uma racionalidade econômica pura e simples. Desta maneira, havendo-se apresentado os principais instrumentos financeiros e os mecanismos de intermediação, com especial atenção para as mudanças que eles vêm sofrendo, em especial por força do surgimento de novos riscos e demandas em um ambiente econômico mais complexo, faz-se necessário, em seguida, discutir os mecanismos de regulação daquelas atividades. É o que se fará no próximo capítulo.

⁸¹ Para as novas técnicas de administração de riscos e para a importância da matéria, cf. Lastra (p. 81 e ss.), Black, (2000, p. 176 e ss.) e, especialmente, Goodhart *et al.* (1998, p. 73 e ss.).